

ARTICLE DE LA REVUE JURIDIQUE THÉMIS

On peut se procurer ce numéro de la Revue juridique Thémis à l'adresse suivante :

Les Éditions Thémis

Faculté de droit, Université de Montréal

C.P. 6128, Succ. Centre-Ville

Montréal, Québec

H3C 3J7

Téléphone : (514)343-6627

Télécopieur : (514)343-6779

Courriel : themis@droit.umontreal.ca

© Éditions Thémis inc.

Toute reproduction ou distribution interdite
disponible à : www.themis.umontreal.ca

Les pages du



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

Droit des valeurs mobilières

Kerr c. Danier Leather Inc. : la qualité de la divulgation et le bon fonctionnement du marché de l'appel public à l'épargne mis en péril ?*

Stéphane ROUSSEAU

Professeur à la Faculté de droit de l'Université de Montréal

Titulaire de la Chaire en droit des affaires et du commerce international

En mai 2004, dans *Kerr c. Danier Leather Inc.*¹, le juge Lederman de la Cour supérieure de l'Ontario a rendu la première décision canadienne favorable aux investisseurs dans le cadre d'un recours collectif intenté contre un émetteur et ses hauts dirigeants pour la transmission d'informations fausses ou trompeuses lors d'un appel public à l'épargne². Cette décision, qui impliquait le versement de dommages-intérêts d'environ 15M \$ pour Danier Leather Inc. (ci-après « Danier »), avait causé une véritable onde de choc au sein du marché des valeurs

mobilières. Elle établissait que les prévisions formulées dans un prospectus pouvaient être qualifiées d'informations fausses ou trompeuses lorsqu'elles ne se réalisaient pas, donnant ouverture à un recours en responsabilité civile. En outre, selon cette décision, l'émetteur avait l'obligation de s'assurer qu'il n'existait pas de telles informations dans le prospectus non seulement à la date de l'octroi du visa sur le prospectus définitif, mais tout au long du placement. La décision avait amené les participants du marché à modifier le déroulement de l'appel

* L'auteur tient à remercier Patrick Desalliers pour ses commentaires sur une version antérieure de cette chronique.

¹ *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2004 CanLII 8186 (Ont. S.C.) (ci-après cité « *Kerr* »).

² Voir : J.J. CHAPMAN, « Class Actions for Prospectus Misrepresentation », (1994) 73 *R. du B. can.* 492; John JAFFEY, « Danier investors win \$15M damages in pioneering action over disclosure », 24, n° 4 *Lawyers Weekly*, 28 mai 2004.

public à l'épargne pour y ajouter une séance de vérification diligente additionnelle avant la clôture du placement de manière à atténuer ce nouveau risque de responsabilité pour les administrateurs et dirigeants³.

À la fin 2005, la Cour d'appel de l'Ontario a renversé unanimement la décision de première instance⁴. Elle a rejeté l'ensemble de l'analyse et des conclusions du juge Lederman⁵ et a atténué ainsi considérablement le risque de responsabilité découlant de la formulation de prévisions dans le prospectus. Cherchant à circonscrire d'avantage la portée de la responsabilité des administrateurs et dirigeants, la Cour d'appel y est même allée d'un développement novateur consistant en l'application de la règle de l'appréciation commerciale dans le contexte de l'appel public à l'épargne.

Compte tenu des enjeux soulevés par l'arrêt *Danier*, la Cour suprême du Canada a accepté d'entendre l'appel des investisseurs. L'examen de cette affaire par la Cour suprême sera l'occasion de clarifier la portée des obligations de divulgation lors de l'appel public à l'épargne. De plus, il fournira la possibilité à la Cour d'expliquer la relation entre la règle de l'appréciation commerciale

et les régimes statutaires de responsabilité civile. Au regard du processus d'harmonisation de la législation sur les valeurs mobilières qui est en cours, nul doute que cette décision aura une incidence non seulement en Ontario, mais également au Québec.

Dans cette perspective, le présent commentaire vise à faire ressortir les principales difficultés soulevées par l'arrêt de la Cour d'appel de l'Ontario qui mériteraient d'être révisées par la Cour suprême. Fondamentalement, l'affaire *Danier* interpelle la notion de situation équitable entre l'émetteur et les investisseurs (*level playing field*) dans le contexte de l'appel public à l'épargne. Comme nous le ferons valoir dans ce commentaire, tant au regard de la protection des investisseurs que de l'efficacité du marché, il est souhaitable qu'il existe une situation équitable sur le marché primaire. Cet objectif devrait se traduire par des obligations de divulgation qui atténuent les asymétries informationnelles entre les émetteurs et les investisseurs. Le régime de responsabilité civile mettant en œuvre les obligations de divulgation devrait refléter cet objectif en évitant d'imposer un fardeau trop élevé aux investisseurs en matière de vérifi-

³ Voir, par exemple : OGILVY RENAULT, *The Danier Decision: Importance of Guidance on Forecasts*, 4 juin 2004.

⁴ *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2005 CanLII 46630 (Ont. C.A.) (ci-après cité « *Danier* »).

⁵ L'arrêt *Danier* a déjà suscité de nombreux commentaires critiques. Voir : G. Wesley VOORHEIS, « Voorheis on Kerr v. Danier Leather », *The Globe and Mail*, 22 février 2006, en ligne : [http://www.theglobeandmail.com/servlet/story/RTGAM.20060221.wlawpagev/BNSStory/Business/]; J.G. MACINTOSH, « Stung by Leather », *National Post*, 21 décembre 2005; Jeremy D. FRAIBERG et Robert YALDEN, « Kerr v. Danier Leather Inc.: Disclosure, Deference and the Duty to Update Forward-Looking Information », (2006) 43 *Can. Bus. L.J.* 106; Harry UNDERWOOD et René SORELL, « Danier Leather Inc. and the Duty to Update a Prospectus », (2006) 43 *Can. Bus. L.J.* 134.

cation de la véracité des informations, comme le fait l'arrêt de la Cour d'appel. Les administrateurs et dirigeants méritent certes une protection contre les recours en responsabilité pour qu'ils ne deviennent pas les « assureurs » des investisseurs, leur offrant une indemnisation pour les pertes subies dans toutes les circonstances. Toutefois, cette protection devrait découler de la défense de diligence raisonnable, plutôt que de la règle de l'appréciation commerciale.

I. Les faits

Danier a fait un appel public à l'épargne au printemps 1998. Dans son prospectus provisoire du 6 avril 1998, elle divulguait de l'information prospective sous la forme de prévisions concernant les résultats du quatrième trimestre de son année financière. Ces prévisions, préparées par le chef de la direction financière, Brian Tatoff, et révisées par le chef de la direction, Jeffrey Wortsmann, envisageaient des revenus annuels de plus de 90M \$ et des bénéfices nets de 4,5M \$. Les vérificateurs de Danier avaient examiné également les prévisions et émis l'opinion qu'elles étaient raisonnables en date du 2 avril 1998. Celles-ci avaient ensuite été approuvées par le conseil d'administration et reproduites dans le prospectus définitif produit le 6 mai et pour lequel un visa avait été octroyé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Le prospectus définitif permettait à Danier de placer plus de 6 millions d'actions subalternes à un prix de 11,25 \$ par action.

Les preneurs fermes de Danier procédèrent au placement des titres du 6 au 20 mai. Le 16 mai, Wortsmann demanda à Tatoff de colliger l'information disponible relativement aux résultats pour la première moitié du quatrième trimestre afin d'avoir un aperçu de la situation financière de Danier avant la clôture du placement. Les résultats indiquaient que les revenus du trimestre accusaient un retard de près de 25 % par rapport aux prévisions effectuées. Malgré ce retard, tant Wortsmann que Tatoff estimaient toujours, le 20 mai, que Danier pouvait atteindre les résultats prévus grâce à des promotions et de meilleures ventes dans la seconde moitié du trimestre. Les résultats demeurèrent décevants jusqu'à la fin mai, à un point tel que, le 4 juin, Danier prépara une version révisée des prévisions pour le quatrième trimestre qui envisageaient des revenus annuels de 85,5M \$ et des bénéfices nets de 3,7M \$. Le même jour, elle divulgua un communiqué de presse faisant état de ce changement important, ce qui entraîna une baisse significative de 20 % du cours du titre. Le 10 juin, les titres de Danier se transigeaient à 8,90 \$, soit 2,35 \$ de moins que leur prix d'émission. En bout de ligne, les ventes s'améliorèrent toutefois en juin de telle sorte qu'à la fin de son année financière, Danier atteint substantiellement les résultats envisagés dans les prévisions divulguées dans le prospectus.

Des investisseurs ayant souscrit des titres lors de l'appel public à l'épargne ont intenté un recours collectif contre Danier et deux de ses hauts dirigeants, à savoir le

chef de la direction et le chef des finances. Le recours était fondé sur l'article 130 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁶ de l'Ontario qui permet aux investisseurs d'obtenir réparation du préjudice qu'ils subissent lorsqu'ils souscrivent des titres en se fondant sur un prospectus qui contient des informations fausses ou trompeuses. En première instance, le juge Lederman de la Cour supérieure de l'Ontario donna gain de cause aux investisseurs et reconnu les défendeurs responsables. La Cour d'appel renversa cette décision.

II. Les décisions

A. La décision de la Cour supérieure de l'Ontario

En première instance, le juge Lederman de la Cour supérieure de l'Ontario a statué qu'une prévision ne constituait pas en elle-même un fait, mais plutôt une opinion relativement au futur. Néanmoins, elle pouvait donner ouverture au recours en responsabilité civile pour informations fausses ou trompeuses, en raison des affirmations factuelles implicites qu'elle implique. Selon la Cour, une prévision comporte trois affirmations factuelles :

- la prévision représente la meilleure appréciation du pronostiqueur des conditions économiques les plus probables et du plan d'affaires de l'émetteur ;
- le pronostiqueur a fait la prévision avec prudence et diligence et celle-ci est fondée et fiable ;

- le pronostiqueur croit généralement en la prévision, cette croyance s'appuie sur des motifs raisonnables et le pronostiqueur ne connaît pas des faits non divulgués qui remettraient en cause sérieusement l'exactitude de la prévision.

Ainsi, si l'une de ces affirmations est fausse ou trompeuse, elle peut enclencher l'application du recours en responsabilité civile.

En l'espèce, la Cour a considéré que le prospectus définitif ne comportait pas d'informations fausses ou trompeuses au moment de l'octroi du visa le 6 mai. De plus, la Cour a estimé qu'aucun changement important n'était survenu nécessitant une modification du prospectus entre le moment de l'octroi du visa et la fin du placement. Cependant, le juge a considéré que l'émetteur n'avait pas pour autant respecté toutes les obligations d'information édictées par la loi de manière à produire un prospectus dénué d'informations fausses ou trompeuses. De l'avis du juge, le recours en responsabilité édicte implicitement une obligation de divulgation, à savoir l'obligation de s'assurer qu'il n'existe pas d'informations fausses ou trompeuses dans le prospectus entre le moment de l'octroi du visa et la fin du placement. Autrement dit, l'émetteur doit s'assurer que le prospectus continue toujours de divulguer tous les faits importants et n'omet pas un fait important dont la divulgation est requise ou nécessaire pour que la déclaration ne soit pas

⁶ L.R.O., c. S-5 (ci-après citée « LVMO »). Au Québec, ce recours est prévu à l'article 217 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (ci-après citée « LVM »).

trompeuse, eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite.

Dans cette perspective, la Cour a examiné si le prospectus comportait des informations fausses ou trompeuses durant la période du 6 au 20 mai, se concentrant plus particulièrement sur les prévisions. La Cour a statué que l'émetteur avait contrevenu à ses obligations. Tout d'abord, les affirmations factuelles implicites des prévisions n'étaient plus exactes au 20 mai. Spécifiquement la croyance de l'émetteur et des dirigeants envers les prévisions, c'est-à-dire qu'elles allaient se réaliser, n'était plus raisonnable à partir de l'analyse faite le 16 mai. Deuxièmement, Danier n'avait pas divulgué tous les faits importants survenus par suite de l'octroi du visa sur le prospectus définitif et qui concernaient les résultats du quatrième trimestre qui commençaient à se dessiner plus clairement. Cette omission rendait fausses ou trompeuses les affirmations afférentes aux prévisions du prospectus au moment de l'achat des titres. Danier avait l'obligation de divulguer ces faits importants jusqu'à la clôture. Finalement, la Cour souligna que la mise en garde accompagnant les prévisions conformément à l'*Instruction générale C-48 sur l'information financière prospective* n'offrait pas de protection à l'émetteur dans les circonstances. Ainsi, l'émetteur avait divulgué des informations fausses ou trompeuses dans son prospectus, ce qui engageait sa responsabilité, de même que celle des hauts dirigeants ayant signé l'attestation, en l'occurrence

Wortsmann et Tatoff qui étaient visés par le recours.

B. La décision de la Cour d'appel de l'Ontario

La Cour d'appel de l'Ontario a renversé à l'unanimité la décision de la Cour supérieure de l'Ontario et a ainsi exonéré les hauts dirigeants de Danier. Fondamentalement, les motifs de la Cour d'appel s'articulent autour de trois pôles examinés plus en détails ci-dessous. Tout d'abord, Danier n'avait pas une obligation continue de divulguer tout nouveau fait important survenant entre l'octroi du visa sur le prospectus définitif et la fin du placement. Deuxièmement, le prospectus de Danier ne comportait pas une déclaration implicite que les prévisions étaient objectivement raisonnables. Finalement, les hauts dirigeants de Danier méritaient la déférence du tribunal conformément à la règle de l'appréciation commerciale.

III. Commentaires

A. La portée de l'obligation d'actualiser le prospectus

1. L'obligation de modifier le prospectus lors d'un changement important : les lacunes de la décision de la Cour d'appel

a. Les dispositions régissant la modification du prospectus

En première instance, le juge a interprété le recours en responsabilité de l'article 130 LVMO comme

imposant à l'émetteur une obligation d'actualiser la divulgation faite dans le prospectus jusqu'à la clôture du placement. Cela faisait en sorte que Danier avait l'obligation de divulguer tout nouveau fait important par suite à l'octroi du visa du prospectus définitif. L'obligation de divulgation pleine et entière de l'émetteur s'étendait donc jusqu'à la fin du placement.

Dans sa décision, la Cour d'appel a rejeté cette interprétation en soulignant que la source des obligations de divulgation de l'émetteur se retrouve dans les dispositions de la loi traitant du contenu du prospectus et non dans celles qui prévoient les recours⁷. Plus particulièrement, la Cour considère que les articles 56 et 57 LVMO édictent un code complet de divulgation d'informations⁸. L'article 56 prévoit que le prospectus doit divulguer complètement, fidèlement et clairement tous les faits importants. Cette obligation s'apprécie au moment du dépôt du prospectus définitif et non au moment de la clôture du placement. Pour la Cour, c'est d'ailleurs ce qui ressort du texte de l'attestation donnée par les hauts dirigeants relativement à la véracité des informations divulguées dans le prospectus. Cette attestation prévoit que : « Le texte [du prospectus] qui figure ci-dessus constitue un exposé complet, fidèle et clair de tous les faits importants se rapportant aux valeurs mobilières offertes

par ce prospectus, comme l'exigent la partie XV de la Loi sur les valeurs mobilières et les règlements pris en application de celle-ci. »⁹. Puisque cette attestation est donnée sur la foi de l'information divulguée dans le prospectus définitif déposé aux fins de l'octroi du visa, la Cour considère qu'il n'est pas possible d'étendre la portée temporelle de l'obligation de divulguer tous les faits importants au-delà de la date du dépôt.

De l'avis de la Cour, l'article 57 établit les conditions déclenchant l'obligation de modifier le prospectus définitif. Or, cet article circonscrit l'obligation de modification au moyen du concept de changement important. Ce n'est que s'il survient un changement important à la suite du dépôt du prospectus définitif que celui-ci doit être modifié. En revanche, si de nouveaux faits importants apparaissent durant cette période, la loi n'exige pas la modification du prospectus. Pour la Cour, les résultats préliminaires du quatrième trimestre ne constituaient pas un changement important nécessitant une modification du prospectus.

Cette position de la Cour d'appel est critiquable à plusieurs égards. Comme le souligne Voorheis, la Cour applique un critère erroné lorsqu'elle détermine si les résultats préliminaires constituaient un changement important¹⁰. La Cour interprète le concept de changement important

⁷ Danier, précité, note 4, par. 90-105.

⁸ Au Québec, voir les articles 13, 25 et 26 LVM.

⁹ Art. 58 LVMO.

¹⁰ G.W. VOORHEIS, *loc. cit.*, note 5.

au regard de la définition retenue pour les fins de l'application du régime d'information continue sur le marché secondaire. Ainsi, elle examine si les résultats intratrimestriels constituaient un changement important dans les opérations de l'émetteur, répondant par la négative. Or, selon Voorheis, il y a une différence fondamentale entre le concept de changement important utilisé à l'article 57 pour le régime du prospectus et celui employé à l'article 75 pour le régime d'information continue. L'article 75 réfère à un changement important dans les affaires de l'émetteur assujetti, alors que l'article 57 ne comporte pas une telle restriction. Par conséquent, aux fins de l'application de l'article 57, le changement important peut survenir dans l'information divulguée dans le prospectus. Autrement dit, si un événement survient qui occasionne un changement important dans l'information contenue dans le prospectus, il est nécessaire de procéder à une modification de celui-ci, même s'il ne s'agit pas d'un changement important dans les affaires de l'émetteur. Dans la mesure où les résultats préliminaires s'écartaient significativement des prévisions effectuées, ils avaient donc en soi le potentiel de constituer un changement important par rapport à l'information du prospectus. Les auteurs Fraiberg et Yalden rejettent cet argument en faisant valoir qu'il faut accorder le

même sens au terme changement important partout dans la loi, à moins que cela ne mène à un résultat absurde¹¹. Dans le cas présent, ils sont d'avis que l'application du principe de l'uniformité d'expression ne conduit pas à un résultat absurde.

Avec égards, nous croyons que la position de Voorheis est plus compatible avec l'esprit et les objectifs du régime de divulgation de l'appel public à l'épargne. Du point de vue des principes d'interprétation, le principe d'uniformité d'expression n'est pas aussi implacable que le laissent entendre Fraiberg et Yalden. Comme l'a souligné le juge Cory, « [c]ette règle d'interprétation ne constitue qu'une présomption et, de surcroît, une présomption qui n'a guère de poids »¹². Il faut donc aller au-delà de la stricte application de ce principe pour véritablement analyser les objectifs poursuivis par le législateur. Du point de vue de la politique législative, comme nous le ferons valoir ci-dessous, il est nécessaire d'imposer un haut niveau de divulgation dans ce contexte en raison des particularités de l'appel public à l'épargne. En ce sens, il est intéressant de noter que l'interprétation proposée par Voorheis concorde avec la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec avant la réforme proposée par le Projet de loi 29¹³. L'article 25 LVM, tel qu'il se lisait, prévoyait sans ambiguïté que lorsqu'il survient « un changement im-

¹¹ J.D. FRAIBERG et R. YALDEN, *loc. cit.*, note 5, 113 et 114.

¹² R. c. Thomson, [1992] 1 R.C.S. 385, 400. Voir : Pierre-André CÔTÉ, *Interprétation des lois*, Montréal, Éditions Thémis, 1999, p. 419-421.

¹³ *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, Projet de loi n° 29, 2^e session, 37^e législature (Québec) (ci-après cité « *Projet de loi 29* »).

portant par rapport à l'information présentée au prospectus» une modification doit être effectuée. Au Québec, pour déterminer si le prospectus doit faire l'objet d'une modification, il fallait examiner l'impact de l'événement au regard de l'information divulguée dans le prospectus.

b. Le rôle du régime de responsabilité civile

De l'avis de la Cour d'appel, le recours en responsabilité n'a pas pour fonction de créer une obligation de divulgation¹⁴. Il sert à sanctionner des obligations de divulgation établies ailleurs par la loi. En ce sens, le texte de l'article 130 LVMO indique que les informations fausses ou trompeuses doivent se trouver dans le prospectus ou dans une modification de ce dernier. Les informations fausses ou trompeuses qui résultent de faits survenant postérieurement au dépôt du prospectus définitif ne peuvent donner ouverture au recours en responsabilité.

Pour appuyer sa position, la Cour considère que la définition d'informations fausses ou trompeuses ne peut servir à étendre la portée de l'obligation de divulgation de l'émetteur. Il est vrai que l'émetteur ne doit pas omettre un fait important dont la divulgation est requise ou nécessaire pour que la déclaration

ne soit pas trompeuse dans les circonstances. Cependant, selon la Cour, cette portion de la définition d'informations fausses ou trompeuses concerne seulement les omissions effectuées en regard des renseignements divulgués dans le prospectus. Elle ne vise pas l'omission de divulguer un fait important qui survient à la suite de l'octroi du visa pour le prospectus définitif.

La position de la Cour est fondée sur une analyse textuelle de l'article 130 qui s'appuie sur le temps du verbe «*contain*» :

*Again, the use of the word "contains" – the present tense of the verb – in the phrase "where the prospectus together with any amendment to the prospectus contains a misrepresentation" shows that to be actionable the misrepresentation must be a misrepresentation in the document, not a misrepresentation arising because of a fact occurring after the date of the document.*¹⁵

Plus particulièrement, la Cour estime que l'utilisation du temps présent pour indiquer le moment où doit se retrouver l'information fausse ou trompeuse indique que celle-ci doit exister dans le prospectus et non découler de la survenance d'événements postérieurs à sa production.

Ce résultat est étonnant. Comme le soulignent Underwood et Sorrell, l'article 130 pouvait aisément être interprété d'une manière plus conforme à l'esprit de la législation et

¹⁴ *Danier*, précité, note 4, par. 106-117. Il est intéressant de noter que le nouveau recours en responsabilité civile pour le marché secondaire adopté en Ontario (art. 138.1 et suiv. LVMO) est fondé partiellement sur une conception dissuasive de la responsabilité civile. Voir : Raymonde CRÊTE, « 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, 230 et suiv.

¹⁵ *Danier*, précité, note 4, par. 109.

aux principes de droit commun : « *In ordinary English, a prospectus "contains" a misrepresentation if the representation, although true when made, is untrue "at the time of purchase"* »¹⁶. Autrement dit, l'appréciation de l'existence d'informations fausses ou trompeuses se fait nécessairement au moment de l'opération. C'est alors que l'on peut dire que le prospectus « contient » de telles informations. En corollaire, la formulation d'une déclaration emporte nécessairement l'obligation de la corriger lorsqu'elle devient fausse ou trompeuse. Une fois formulée, une déclaration ne peut demeurer telle quelle si elle devient fausse ou trompeuse en date de l'opération. Il ne s'agit pas à proprement parler d'une obligation de correction mais plutôt de s'assurer de transmettre des informations véridiques au marché. Par ailleurs, comme nous le ferons valoir ci-dessous, sur le marché primaire, il est plus équitable et efficace d'imposer à l'émetteur une obligation d'actualisation plutôt que d'imposer une obligation de vérification aux investisseurs.

c. Qu'est-ce qu'un changement important ?

La Cour d'appel a établi une distinction entre deux périodes relativement au niveau de divulgation requis de l'émetteur. Avant l'octroi du visa sur le prospectus définitif, l'émetteur est soumis au niveau de divulgation le plus élevé, à savoir

divulguer tous les faits importants. À la suite de l'octroi du visa sur le prospectus définitif, l'émetteur est soumis à une obligation de divulgation moins onéreuse qui équivaut à celle qui s'applique à l'émetteur assujetti, à savoir divulguer les changements importants.

Tout en soulignant qu'elle est déplorable, la reconnaissance de deux niveaux de divulgation dans le cadre de l'appel public à l'épargne ramène à l'avant-plan la distinction entre les faits importants et les changements importants. Sans prétendre épuiser cette question, il convient de rappeler que la législation ontarienne fait une distinction fondamentale entre ces deux concepts. Le changement important exige que l'information en cause entraîne un changement dans les activités commerciales, la propriété, l'exploitation ou le capital de l'émetteur qui a une ampleur tel qu'il satisfait le critère de pertinence (*materiality*)¹⁷. Le changement doit donc consister en un développement interne à l'émetteur. Par exemple, il pourrait s'agir d'un bris important d'une machine d'une société manufacturière. Tout de même, dans l'arrêt *Pezim*, la Cour suprême a mis en garde contre une interprétation littérale du concept de changement¹⁸. Ainsi, une nouvelle information relativement à la valeur d'un actif peut aussi constituer un changement important, même si cet actif demeure le même. En revanche,

¹⁶ H. UNDERWOOD et R. SORELL, *loc. cit.*, note 5, 144.

¹⁷ Art. 1(1) LVMO.

¹⁸ *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557.

pour être qualifiée de fait important, une information n'a pas à concerner uniquement les activités commerciales, la propriété, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. De plus, l'information ne doit pas nécessairement entraîner un « changement » pour l'émetteur. Il suffit qu'elle soit pertinente pour les investisseurs. À titre d'exemple, l'existence d'une négociation relative à une acquisition importante peut constituer un fait important.

Dans *Danier*, la Cour d'appel estime que les résultats intratrimestriels étaient certainement des faits importants. Cependant, ils ne constituaient pas un changement important parce qu'ils ne découlaient pas d'une modification dans les activités commerciales, la propriété, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. En l'espèce, les conditions climatologiques étaient la cause primordiale des résultats décevants. Or la météo est un phénomène externe à l'émetteur. Néanmoins, la Cour d'appel laisse entendre que des résultats intratrimestriels décevants pourraient équivaloir à un changement important : « *we do not foreclose the possibility that poor intra-quarterly results could, under certain circumstances, in themselves amount to a material change* »¹⁹.

Nous pouvons nous demander pourquoi la Cour s'intéresse à la cause primordiale du changement pour déterminer s'il est important. En l'espèce, il s'agissait de détermi-

ner si les résultats intratrimestriels concernaient les activités commerciales, la propriété, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. Selon Fraiberg et Yalden, des changements dans les résultats ne constituent pas un changement dans les opérations ou les activités commerciales²⁰. Dans la mesure où les résultats découlent des opérations et des activités commerciales, il semble difficilement concevable que celles-ci soient demeurées inchangées dans un tel contexte. De fait, c'est parce que les activités de vente avaient chuté dramatiquement que les résultats étaient décevants. Comme le remarque MacIntosh, « *a change in a forecast – based on financial data originating with the issuer itself – is a change in the business or operations of an issuer, and hence a material change* »²¹.

En réalité, une des préoccupations sous-jacentes à l'opinion de la Cour d'appel est probablement d'éviter d'imposer une obligation de divulgation qui deviendrait trop onéreuse pour les émetteurs, en particulier sur le marché secondaire : « *intra-quarterly results of operations are fluid, and data at one point in time that indicate that there may be a change (as that term is understood in the OSA) can prove to be erroneous when the final results are tallied* »²². Il s'agit d'une préoccupation légitime. Il n'est pas souhaitable que les investisseurs soient inondés d'informations triviales

¹⁹ *Danier*, précité, note 4, par. 88.

²⁰ J.D. FRAIBERT et R. YALDEN, *loc. cit.*, note 5, 115 et 116.

²¹ J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5.

²² J.D. FRAIBERG et R. YALDEN, *loc. cit.*, note 5, 116.

qui compliquent leur analyse et leur appréciation de la valeur des émetteurs²³. De plus, la divulgation prématurée d'informations peut avoir des effets préjudiciables pour les émetteurs²⁴. La réglementation est conçue de manière à atténuer cette préoccupation sur le marché secondaire. La loi impose la divulgation de changement important, mais non des faits importants²⁵. Pour protéger les investisseurs, la loi crée une interdiction de transiger pour toute personne, incluant l'émetteur lui-même, qui a en sa possession des informations privilégiées, c'est-à-dire des faits importants qui ne sont pas connus du public²⁶. Cela fait en sorte que personne, pas même l'émetteur, ne peut profiter de la connaissance de faits importants inconnus des investisseurs lorsqu'il transige avec un d'entre eux.

Cette préoccupation pouvait être prise en compte autrement. Il ne faut perdre de vue que les résultats intratrimestriels donnent des indications sur les résultats trimestriels. Ils ont néanmoins une dimension contingente puisqu'un redressement est possible. Compte tenu de cette nature contingente, il semble que la nécessité de divulguer ces résultats en tant que changement important devrait s'apprécier au

regard du test mis de l'avant par la Cour suprême des États-Unis dans *Basic Inc. v. Levinson* qui a été appliqué au Canada²⁷. Ce test exige que l'on évalue l'importance d'un événement incertain en fonction de la probabilité de son occurrence et de son impact s'il se produit. En l'espèce, cela exigerait de déterminer si les résultats intratrimestriels avaient une teneur suffisante pour se traduire de manière concrète dans les résultats du trimestre. En outre, il fallait apprécier l'impact de ces résultats intratrimestriels, s'ils se traduisaient dans les résultats finals du trimestre, en se demandant si les cibles étaient ratées de manière marginale ou significative. Au terme de cette analyse, il devenait alors possible de déterminer s'il s'agissait d'un changement important.

En somme, même en admettant que la Cour d'appel ait raison en limitant l'obligation d'actualiser le prospectus au changement important, les résultats intra-trimestriels auraient dû être divulgués. Il s'agissait d'un changement important. Pour les raisons discutées ci-dessous, nous croyons qu'il est préférable de concevoir l'obligation d'actualiser en fonction de la notion de fait important.

²³ Voir : *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

²⁴ E.W. KITCH, «The Theory and Practice of Securities Disclosure», (1995) 61 *Brook. L. Rev.* 763.

²⁵ Art. 75 LVMO; art. 73 LVM.

²⁶ Art. 134 LVMO; art. 187 LVM.

²⁷ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Au Canada, voir : *YBM Magnex International Inc.*, (2003) 26 O.S.C.B. 5285, par. 92 [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20030627_ybm-magnex2.pdf].

2. De la nécessité d'assurer la divulgation de tous les faits importants lors de l'appel public à l'épargne

Du point de vue de la politique législative, la pertinence du maintien de la distinction entre fait important et changement important dans le contexte de l'appel public à l'épargne est certainement discutable²⁸. De fait, les autorités réglementaires cherchent à gommer cette distinction sur le marché secondaire depuis plusieurs années. Ainsi, l'Instruction générale 51-201 et les politiques des bourses réfèrent au concept d'information importante²⁹. Les concepts de fait important et de changement important continuent néanmoins d'être employés dans la législation, ce qui soulèvent des difficultés d'arrimage certaines. Ces difficultés ne sont pas prêtes d'être résolues étant donné l'entrée en vigueur du nouveau recours en responsabilité civile de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario qui sanctionne notamment l'omission de divulguer un changement important³⁰. De même, au Québec, le Projet de loi 29 maintient les concepts de fait important et de changement important en

adoptant les définitions employées dans la législation ontarienne³¹.

a. Les particularités de l'appel public à l'épargne

L'arrêt Danier nous amène à réfléchir sur l'étendue de la divulgation d'information souhaitable dans le cadre d'un appel public à l'épargne. Cette réflexion mérite d'être effectuée au regard des caractéristiques du marché primaire qui sont différentes de celles du marché secondaire. Malheureusement, jusqu'à présent, les commentaires formulés ont eu tendance à ignorer cette distinction et, de fait, à analyser la décision en fonction de ses conséquences pour le marché secondaire. Quelles sont ces distinctions³²?

En premier lieu, il faut reconnaître qu'il existe de prime abord un niveau élevé d'asymétries informationnelles entre l'émetteur et les investisseurs lors d'appel public à l'épargne, surtout s'il s'agit d'un premier appel public à l'épargne comme c'était le cas pour Danier. L'émetteur est peu ou pas connu des investisseurs, notamment en ce que l'information relative à ses activités et ses résultats n'était pas

²⁸ ONTARIO, FIVE YEAR REVIEW COMMITTEE, *Final Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)*, Toronto, Queen's Printer, 2003, p. 142.

²⁹ Voir : COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC, *Instruction générale 51-201, Lignes directrices en matière de communication de l'information*, art. 4.1 à 4.3; BOURSE DE TORONTO, *Politique d'information occasionnelle*, p. 2, qui réfèrent à la notion d'information importante.

³⁰ Art. 138.1 et suiv. LVMO.

³¹ *Projet de loi 29*, précité, note 13, art. 1, 4.

³² Voir : Stéphane ROUSSEAU, «The Future of Capital Formation for Small and Medium-sized Enterprises: Rethinking Initial Public Offering Regulation after the Restructuring of Canadian Stock Exchanges», (2000) 34 R.J.T. 661.

publique avant cette époque. N'étant pas inscrit à une bourse, l'émetteur ne dispose pas d'une couverture de la part des analystes financiers et de la presse financière, ni d'un suivi de la part des investisseurs institutionnels. Autrement dit, il n'y a pas de sources externes d'informations très développées lors de l'appel public à l'épargne. Le niveau élevé d'asymétries informationnelles rend l'évaluation des titres de l'émetteur plus complexe pour les investisseurs. Si elles ne sont pas atténuées, les asymétries informationnelles amènent les investisseurs à escompter la valeur des titres, augmentant ainsi le coût du capital pour l'émetteur³³.

Un des rôles de la réglementation sur les valeurs mobilières est d'améliorer l'efficacité informationnelle en favorisant l'évaluation la plus exacte possible du prix des titres. Cet objectif permet d'assurer la protection des investisseurs en faisant en sorte qu'ils souscrivent des titres qui correspondent à leurs critères d'investissement. La réglementation poursuit cet objectif en imposant des obligations de divulgation aux émetteurs qui visent à faire en sorte que les investisseurs ont en main l'information la plus complète, la plus à jour et la plus fidèle³⁴. Curieusement, même si l'in-

formation prospective joue un rôle important dans l'évaluation des titres, l'émetteur n'a pas l'obligation de divulguer ce type d'information dans le prospectus. Par ailleurs, la loi impose un régime de sanctions administratives, civiles et pénales pour assurer le respect de ces obligations et la qualité de la divulgation³⁵.

Le droit des valeurs mobilières n'est pas le seul instrument atténuant les asymétries informationnelles. En s'assurant de la participation de conseillers juridiques, de courtiers et de vérificateurs-comptables qui ont tous une réputation d'intégrité, l'émetteur transmet un signal aux investisseurs relativement à sa qualité³⁶. En effet, des professionnels ayant une telle réputation ne risqueront pas leur capital réputationnel en s'associant à une émission de piètre qualité, voire frauduleuse, pour réaliser un gain lors de celle-ci. Ils ont beaucoup trop à perdre étant donné que leur réputation leur permet de générer un volume d'affaires dont la valeur à long terme est plus importante que le gain qu'ils pourraient réaliser dans ces circonstances³⁷.

En outre, le marché primaire se caractérise par des efforts d'animation considérables de la part de l'émetteur et des courtiers. Ces

³³ Voir : Cécile CARPENTIER, Maher KOOLI et Jean-Marc SURET, *Primary Issues in Canada: Status, Flaws and Dysfunctions*, Research paper prepared for the Small Business Policy Branch as part of the Small and Medium-sized Enterprise Financing Data initiative, Ottawa, Industry Canada, 2003.

³⁴ Art. 56 LVMO; art. 13 LVM.

³⁵ Art. 128, 130 LVMO; Art. 195 et suiv., 217 et suiv., 273.1 LVM.

³⁶ Voir : S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 32, 683-714.

³⁷ La faillite du cabinet Arthur Andersen dans la foulée de l'affaire Enron illustre éloquentement les conséquences associées à une perte de réputation.

efforts visent à faire connaître l'émetteur et à amener les investisseurs à souscrire des titres dans le cadre de l'émission. En soit, ils n'ont rien de répréhensibles. En revanche, ils soulèvent un risque d'abus en ce qu'ils peuvent mener à des pressions indues ou à la formulation de déclarations inexactes³⁸. Le droit des valeurs mobilières vise à réprimer ces manœuvres en faisant en sorte que le prospectus soit l'outil primordial de communication avec les investisseurs³⁹. De plus, il met en place une période de réflexion pour l'investisseur qui peut résoudre de plein droit sa souscription dans les deux jours suivant la réception du prospectus définitif⁴⁰.

Ainsi, l'encadrement juridique de l'appel public à l'épargne vise à assurer que les investisseurs aient en main toute l'information pertinente et véridique pour prendre leur décision. Cet objectif justifie la formulation d'obligation de divulgation étendue. Étant donné que l'investisseur est au cœur de l'opération, cet objectif devrait s'apprécier dans sa perspective. Il devrait aussi faire en sorte que l'encadrement juridique évite d'entraver la communication entre émetteur et investisseurs. Enfin, il est nécessaire de mettre en place des balises pour protéger les investisseurs et maintenir une situation équitable avec l'émetteur. Nous reconnaissons que la mise en œuvre de ces obligations se traduit par des coûts

pour l'émetteur. La réglementation devait donc poursuivre ces objectifs en maintenant les coûts à leur plus bas.

b. La nécessité de maintenir à jour le prospectus durant le déroulement de l'appel public à l'épargne

En effectuant la distinction entre les périodes se situant avant et après l'octroi du visa sur le prospectus définitif, la Cour d'appel contraint l'émetteur à préparer un prospectus qui contient les informations les plus complètes, les plus véridiques et les plus à jour possibles au moment du dépôt. La Cour considère toutefois qu'il y a un moment au-delà duquel il n'est plus souhaitable d'imposer un tel niveau de divulgation à l'émetteur. Ce moment est l'octroi du prospectus définitif. D'après la Cour, prolonger la durée de cette obligation de divulgation s'avérerait coûteux, en plus de créer des difficultés d'application constantes pour les émetteurs. Or, ces coûts et difficultés ne seraient pas contrebalancés par des bénéfices significatifs pour les investisseurs. Il revient donc à ces derniers de demeurer vigilants dans la période suivant l'octroi du visa sur le prospectus définitif: «*The purchasers of Danier shares, however, were not entitled to assume that no facts had occurred after May 6 and before May 20 that would*

³⁸ Voir, par exemple: *Allaire c. Girard & Associés*, 2005 QCCA 713.

³⁹ Art. 53 et 65 LVMO; art. 16 et 21 LVM.

⁴⁰ Art. 71(2) LVMO; art. 30 LVM.

reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of Danier's securities»⁴¹.

Cet argument est critiquable en ce qu'il implique un retour au principe *caveat emptor* pour l'investisseur souscrivant des titres lors d'un appel public à l'épargne⁴². D'un point de vue strictement économique, imposer aux investisseurs l'obligation d'effectuer une vérification de l'exactitude du prospectus paraît inefficace⁴³. Le principe *caveat emptor* oblige les investisseurs à dépenser des ressources pour tous faire la même vérification visant à déterminer s'il existe de nouveaux faits importants. Cette redondance dans la production d'informations est évitée si l'émetteur a la responsabilité d'assurer la mise à jour du prospectus durant l'émission. En outre, l'émetteur est certainement mieux placé que les investisseurs pour effectuer cette mise à jour à moindre coût. Et ce, même en admettant que cela nécessite une autre séance de vérification diligente. Par ailleurs, l'obligation pour les investisseurs de faire une telle vérification pourrait avoir des conséquences

pour les émissions qui sont réalisées sur plusieurs semaines. Il pourrait être plus difficile d'écouler de telles émissions dans la mesure où les investisseurs feront face à une incertitude liée à la possible péremption de l'information divulguée et qu'ils estiment que les efforts de vérification sont trop coûteux.

En outre, l'obligation de maintenir à jour le prospectus en divulguant tout nouveau fait important qui remet en cause son contenu, incluant l'information prospective, s'impose afin d'établir une situation équitable entre l'émetteur et l'investisseur sur le marché primaire. Il ne faut pas perdre de vue que, dans ce contexte, l'émetteur réalise une opération directe avec l'investisseur. Si l'émetteur a en sa possession des faits importants qui ne sont pas connus du public, il détient de l'information privilégiée qui accentue les asymétries informationnelles soulignées ci-dessus⁴⁴. Or si le droit des valeurs mobilières réprime l'utilisation d'information privilégiée, c'est notamment parce qu'on estime qu'elle crée une situation inéquitable qui peut porter pré-

⁴¹ Danier, précité, note 4, par 4.

⁴² Dans *Allaire c. Girard & Associés*, précité, note 38, la Cour d'appel du Québec a malheureusement penché en faveur du principe *caveat emptor* en entérinant les commentaires du juge de première instance qui reprochait aux investisseurs leur manque de rigueur et de prudence en se fiant à des représentations verbales, pourtant interdites par la *Loi sur les valeurs mobilières*, lors de l'appel public à l'épargne.

⁴³ Voir : Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES et Andrei SHLEIFER, « What Works in Securities Laws? », (2006) 61 *J. Fin.* 1, 5; John C. COFFEE, Jr, « Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System », 70 *Va. L. Rev.* 717, 738-743 (1984); Ronald J. GILSON et Reinier H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », 70 *Va. L. Rev.* 549, 635-642 (1984).

⁴⁴ L'information privilégiée consiste en toute information encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable. Voir : art. 5 LVM.

judice aux investisseurs et miner leur confiance envers le marché⁴⁵. Nous reconnaissons que les interdictions liées aux opérations d'initiés ne s'appliquent pas à un émetteur qui n'a pas complété un appel public à l'épargne. Tout de même, nous pouvons nous interroger sur l'opportunité de permettre à un émetteur de profiter de l'avantage informationnel associé à la possession d'information privilégiée lors d'une émission. Après tout, l'obligation de divulguer tous les faits importants dans le prospectus ne vise-t-elle pas à empêcher qu'une telle situation se produise ? De plus, les conséquences négatives appréhendées sur le marché secondaire du fait de l'utilisation de l'information privilégiée ne sont pas absentes sur le marché primaire.

Certains font valoir que l'obligation d'actualiser le prospectus pourrait décourager les émetteurs de divulguer de l'information prospective en raison du fardeau que cela impose : « *A general duty to update FLI would require issuers to make difficult determination as to the timing of updates* »⁴⁶. Mais même ces critiques concèdent l'existence d'une obligation d'actualiser l'informa-

tion prospective lorsque celle-ci est étroitement liée à une opération d'investissement⁴⁷. Dans ce cas, ils estiment que la portée temporelle de l'obligation d'actualiser est circonscrite dans le temps, ce qui réduit le fardeau pour l'émetteur⁴⁸.

B. L'étendue des affirmations implicites des prévisions

Dans sa décision, le juge Lederman fait valoir qu'une prévision emporte la formulation implicite de trois affirmations factuelles qui peuvent constituer des faits importants. La Cour d'appel reconnaît qu'en général la divulgation de prévisions dans un prospectus indique implicitement que ces dernières représentent la meilleure appréciation des dirigeants, qu'elles ont été préparées avec prudence et diligence et que les dirigeants croient celles-ci. Toutefois, la Cour rejette l'opinion du juge de première instance selon laquelle la prévision inclut nécessairement l'affirmation qu'elle est raisonnable objectivement⁴⁹. Ainsi, la Cour faisait échec à un élément central de l'analyse du juge Lederman qui estimait qu'il n'était pas raisonnable pour les hauts dirigeants de croire que la

⁴⁵ Voir : I.B. LEE, « Fairness and Insider Trading », *Columbia Business L. Rev.* 119 (2002). Nous reconnaissons toutefois que la justification de l'interdiction des opérations d'initiés soulève de vifs débats dans la littérature.

⁴⁶ J.D. FRAIBERG et R. YALDEN, *loc. cit.*, note 5, 122.

⁴⁷ *Id.*, citant *Re Royal Trustco Limited et al.*, (1981) 2 O.S.C.B. 322C.

⁴⁸ Voir, en droit américain : R.H. ROSENBLUM, « An Issuer's Duty under Rule 10b-5 to Correct and Update Materially Misleading Statements », 40 *Cath. U. L. Rev.* 289, 325 et 326 (1991) qui présente des décisions reconnaissant l'existence d'une obligation de mise à jour de l'information prospective dans un contexte transactionnel. De plus, le personnel de la Securities and Exchange Commission a émis un avis en ce sens : *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No. 6084 [1979 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶82 117 - 81943.

⁴⁹ *Danier*, précité, note 4, par. 130-143.

prévision pouvait encore être atteinte à partir du 16 mai et que, dès lors, celle-ci avait pour effet de transmettre des informations fausses au marché.

Le fondement principal du rejet de la Cour d'appel concerne l'approche retenue par le juge Lederman. De l'avis de la Cour, le juge a considéré que l'existence d'une telle affirmation découlait d'une présomption légale qui s'appliquait invariablement en présence de prévisions. Or, pour la Cour, il n'existe aucun fondement pour cette présomption. À cet égard, elle note que la jurisprudence américaine à laquelle fait référence le juge Lederman ne peut constituer un tel fondement, étant donné qu'elle concernait la *Rule 175 du Securities Act of 1933*⁵⁰. La détermination de l'existence d'une telle affirmation implicite est donc une question factuelle qui est résolue en examinant les faits. En l'espèce, les faits ne permettraient pas d'inférer, même implicitement, que les prévisions étaient partagées par les gens d'affaires raisonnables ou étaient présentées comme étant objectivement raisonnables. La Cour reconnaît tout de même qu'il pourrait être possible qu'une telle affirmation implicite soit faite par un émetteur. Il faudrait cependant trouver des éléments factuels justifiant cette inférence, éléments qui n'étaient pas présents en l'espèce.

Au terme de l'analyse de la Cour d'appel, la détermination de l'exactitude des prévisions transmises

au marché nécessite l'application de tests subjectif et objectif qui concernent la façon de préparer les prévisions. Sous l'angle subjectif, les dirigeants doivent exercer leur meilleur jugement pour effectuer les prévisions. Ils doivent croire en celles-ci et ne doivent pas connaître de faits non divulgués qui les remettent en cause. Sous l'angle objectif, les dirigeants doivent préparer les prévisions en suivant un processus raisonnablement prudent et compétent. Si les dirigeants agissent conformément à ces tests, les faits implicites qui découlent de la divulgation des prévisions ne pourront être inexacts. Il en ira ainsi, selon l'opinion de la Cour d'appel, même si les prévisions ne sont pas objectivement raisonnables.

A reasonable person reading the prospectus would certainly conclude that the Forecast represented management's best judgment. The prospectus says so explicitly. Indeed, in a competitive marketplace that is the judgment that the investor is looking for. The reader of this prospectus would not, however, conclude that the appellants were also implicitly saying that their best judgment was shared by reasonable business people, or would be seen as reasonable by a trial judge, or was otherwise "objectively" reasonable.⁵¹

Cette position de la Cour d'appel est critiquable. D'abord, les principes de droit américain sur lesquels le juge Lederman a appuyé son analyse des éléments factuels sous-jacents aux prévisions ne se retrouvent pas uniquement dans la *Rule 175 du Securities Act of 1933*. Les

⁵⁰ *Securities Act of 1933*, 15 U.S.C. § 77a et suiv.

⁵¹ *Danier*, précité, note 4, par. 141.

tribunaux américains ont également élaboré des mécanismes d'exonération (*safe-harbours*) jurisprudentiels fondés sur la common law pour limiter la responsabilité des dirigeants et des émetteurs lors de la divulgation d'information prospective. À titre d'exemple, dans *In re Apple Computer Securities Litigation*⁵², la Cour du neuvième circuit a eu recours au test en trois volets utilisé par le juge Lederman en l'es-pèce⁵³.

Deuxièmement, le fait de ne pas accorder d'importance à la raisonnable de la croyance des dirigeants semble aller à l'encontre de l'approche généralement suivie dans la législation sur les valeurs mobilières. La défense de diligence raisonnable des dirigeants dans le cadre du recours en responsabilité civile de l'article 130 LVMO n'est pas purement subjective en ce qu'elle exige qu'ils aient mené une enquête suffisante pour leur fournir des motifs raisonnables de croire qu'il n'y avait pas de présentation inexacte des faits. Il ne suffit pas que les dirigeants démontrent qu'ils ne croyaient pas subjectivement qu'il y avait une déclaration inexacte. De même, dans le nouveau recours en responsabilité civile pour le marché secondaire, le mécanisme d'exonération concernant l'information prospective inexacte exige notamment qu'il y ait un fondement raisonnable pour la prévision. Comme nous pouvons le constater,

ces recours prévoient un certain contrôle de la raisonnable afin d'éviter des situations d'aveuglement volontaire où les dirigeants croient déraisonnablement les prévisions qui sont faites. Nous pouvons nous demander si l'exigence que les prévisions aient été préparées de manière raisonnablement prudente et compétente suffit pour contrer ces situations.

C. Le rôle de la règle de l'appréciation commerciale dans l'appréciation de l'exactitude de l'information divulguée

Bien qu'elle ait considéré que la prévision n'avait pas à être objectivement raisonnable, la Cour d'appel examina néanmoins l'analyse de cette dimension de la décision du juge Lederman. L'examen effectué par la Cour d'appel revêt un grand intérêt par sa référence à la règle de l'appréciation commerciale reformulée récemment dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples Inc.*⁵⁴.

En première instance, le juge a considéré que la croyance des dirigeants en l'exactitude de la prévision, c'est-à-dire qu'elle pouvait être atteinte, n'était plus raisonnable à compter du 16 mai. La Cour d'appel a estimé que le juge avait erré à deux égards en arrivant à cette conclusion. Le juge Lederman a estimé que l'atteinte des résultats fixés dans les prévisions n'était pas pertinente pour évaluer la raisonnable de

⁵² 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989).

⁵³ Voir aussi: *Kaplan v. Rose*, 49 F.3d 1363 (9th Cir.1994).

⁵⁴ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461. Voir: Stéphane ROUSSEAU, « Sans frontières?: la responsabilité des administrateurs à la lumière de la jurisprudence récente », [2006] 1 C.P. du N. 101.

celles-ci. Selon la Cour d'appel, l'atteinte des résultats supportait, à tout le moins en partie, la raisonnablement des prévisions faites. Il s'agit de la preuve qu'elles étaient raisonnables. Bien que séduisante, cette conclusion n'est pas aussi implacable qu'il n'y paraît. Si l'information relative aux résultats avait été connue des investisseurs au moment de l'émission, ils auraient vraisemblablement payé 8,90 \$ pour les titres, plutôt que 11,25 \$. Par la suite, l'atteinte des prévisions initiales aurait permis aux investisseurs de réaliser un gain intéressant auquel ils avaient droit.

Plus important encore, la Cour d'appel souligne que le juge Lederman n'a pas fait suffisamment preuve de déférence à l'égard du jugement des dirigeants comme l'exige la règle de l'appréciation commerciale. Selon la Cour, cette règle s'applique à la décision des dirigeants de formuler des prévisions dans le prospectus, d'autant plus si elle entraîne l'affirmation implicite que les prévisions sont raisonnables. De l'avis de la Cour d'appel, le juge Lederman a favorisé sa propre lecture des événements. Il a reproché aux dirigeants de ne pas avoir enquêté davantage sur la cause des ventes décevantes. Il a conclu qu'avec l'information additionnelle qui était disponible, la croyance des dirigeants envers les prévisions n'était pas raisonnable à partir du 16 mai. Le juge

aurait dû respecter la décision prise par les dirigeants qui estimaient que les cibles des prévisions pouvaient encore être atteintes, plutôt que de suggérer qu'ils avaient fait preuve d'aveuglement volontaire.

L'application de la règle de l'appréciation commerciale dans le contexte d'un recours statuaire en responsabilité civile constitue une première. Jusqu'à présent, l'opinion dominante considérait cette règle inapplicable dans le contexte des régimes de responsabilité statutaires pour plusieurs raisons⁵⁵. D'abord, les justifications sous-jacentes de cette règle ne sont pas présentes. La règle de l'appréciation commerciale vise à favoriser la prise de risque pour les décisions d'affaires en général. Elle n'est pas conçue pour aménager une protection aux dirigeants dans le contexte des régimes statutaires qui visent à éviter des préjudices précis en dissuadant la prise de risque. En droit américain, la règle de l'appréciation commerciale s'applique seulement si la décision prise ne contrevient pas à la loi ou n'est pas frauduleuse⁵⁶. On pouvait donc faire valoir que les dirigeants ne devraient pas bénéficier de la protection de la règle lorsqu'ils permettent la transmission d'informations fausses ou trompeuses puisque cela constitue une contravention à la loi. En ce sens, les tribunaux du Delaware ont refusé d'appliquer la règle de l'appréciation commerciale à l'égard

⁵⁵ Voir aussi: J.D. FRAIBERG et R. YALDEN, *loc. cit.*, note 5, 125-130; H. UNDERWOOD et R. SORREL, *loc. cit.*, note 5, 149-151.

⁵⁶ S. BAINBRIDGE, *Corporations Law and Economics*, New York, Foundation Press, p. 272-274 (2002).

de décisions concernant la divulgation d'informations⁵⁷. Finalement, la règle de l'appréciation commerciale ne s'applique que lorsqu'une décision a été prise. Si la transmission d'informations fausses ou trompeuses résulte d'une omission des dirigeants, ils ne devraient pas être protégés par la règle.

Cette question mérite toutefois une analyse plus nuancée. Dans *Danier*, le tribunal s'intéresse à la raisonnable des prévisions effectuées par les dirigeants. Or le fait de formuler des prévisions ne constitue pas une contravention à la loi et résulte d'une prise de décision. De plus, il est souhaitable d'encourager la formulation de prévisions dans la mesure où elles permettent aux investisseurs de mieux apprécier la valeur du titre. Par ailleurs, depuis l'arrêt *Magasins à rayons Peoples Inc.*, la règle de l'appréciation commerciale comporte deux volets. Le premier concerne la qualité du processus décisionnel et exige que les administrateurs aient agi avec prudence et diligence en s'appuyant sur les renseignements raisonnablement disponibles. Le second implique un examen de la substance de la décision prise: « Les décisions prises doivent constituer des décisions d'affaires raisonnables compte tenu de ce qu'ils

savaient ou auraient dû savoir »⁵⁸. Aussi, la règle de l'appréciation commerciale ne protège pas les administrateurs dans toutes les circonstances.

En réalité, la difficulté principale se situe au niveau de l'interaction entre la règle et le régime de responsabilité de faute présumée qui se retrouve dans la législation sur les valeurs mobilières pour sanctionner la transmission d'informations fausses ou trompeuses⁵⁹. En vertu de ce régime, la preuve de l'existence d'informations fausses ou trompeuses crée une présomption de faute. Les défendeurs ne peuvent s'exonérer qu'en présentant une défense de diligence raisonnable dont les modalités sont définies précisément dans la législation⁶⁰.

Théoriquement, la règle de l'appréciation commerciale pourrait potentiellement s'appliquer tant en amont qu'en aval du recours. En amont, la règle servirait à déterminer s'il existe des informations fausses ou trompeuses. Il est toutefois malaisé de l'utiliser ainsi. Déterminer si une information est susceptible d'induire en erreur sur un fait important ne devrait pas s'effectuer dans la perspective des administrateurs mais bien des investisseurs⁶¹. Comme le soulignait

⁵⁷ Voir, par exemple: *In re Anderson, Clayton Shareholders' Litigation*, 519 A.2d 669 (Del. Ch. 1986).

⁵⁸ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, précité, note 54.

⁵⁹ Art. 130 LVMO. En droit québécois: art. 217, 220 LVM; *Allaire c. Girard & Associés*, précité, note 38 (j. Pelletier).

⁶⁰ Art. 130 LVMO. Contrairement à la LVMO, la LVM prévoit une défense de diligence raisonnable générale, qui ne précise pas les paramètres de la conduite permettant au défendeur de s'exonérer. Voir: art. 220 LVM.

⁶¹ Voir en ce sens: J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5.

la CVMO dans l'affaire *YBM Magnex International Inc.*, le concept de pertinence (*materiality*) est essentiellement objectif : « *The test for materiality in the Act is objective and is one of market impact* »⁶². En ce sens, la CVMO soulignait que la discrétion des administrateurs demeurait limitée dans l'évaluation de la pertinence puisque dans le doute, ils devraient procéder à la divulgation de l'information : « *The concept of material change, like that of material fact, requires an exercise of judgment. If the decision is borderline, then the information should be considered material and disclosed* »⁶³. Il en va de même pour les cas où nous sommes en présence d'une omission de divulguer un fait important puisque la véritable question consiste à examiner si l'information omise était susceptible d'influer sur la valeur ou le cours du titre. Cette difficulté est moins prononcée pour la divulgation des changements importants étant donné que cette question implique d'avantage l'exercice du jugement des administrateurs, en particulier lorsqu'il s'agit d'événement incertain. Même dans ces cas, l'application de la règle de l'appréciation commerciale demeure discutable en ce qu'elle se substitue alors à la défense de diligence raisonnable.

En aval, la règle de l'appréciation commerciale se superpose inévitablement à la défense de diligence raisonnable. Rappelons que cette

défense comporte deux standards, selon que l'information fausse ou trompeuse se trouve dans la partie expertisée ou non-expertisée du prospectus⁶⁴. Pour la partie expertisée, les dirigeants peuvent s'exonérer en démontrant qu'ils n'avaient pas de motif raisonnable de croire et ne croyaient pas qu'il y avait des informations fausses ou trompeuses. Pour la partie non expertisée, les dirigeants doivent établir qu'ils avaient mené une enquête raisonnable leur fournissant des motifs raisonnables de croire qu'il n'y avait pas d'information fausse ou trompeuse. De plus, ils ne doivent pas croire qu'il y avait information fausse ou trompeuse. Comme nous pouvons le constater, il y a une certaine filiation entre la règle de l'appréciation commerciale et la défense de diligence raisonnable en ce que toutes deux impliquent à la fois une dimension procédurale et une dimension substantive. En ce qui concerne la dimension procédurale, la règle de l'appréciation commerciale peut certes être pertinente pour élaborer les contours de la défense de diligence raisonnable. Cependant, pour la dimension substantive, la défense de diligence raisonnable est plus onéreuse. Alors que la règle de l'appréciation commerciale requiert uniquement que les administrateurs aient choisi l'une des diverses solutions raisonnables qui s'offraient, la défense de diligence raisonnable exige qu'ils

⁶² *YBM Magnex International Inc.*, précité, note 27, par. 91.

⁶³ *Id.*, par. 29.

⁶⁴ Art. 130 LVMO.

n'aient pas de motif raisonnable de croire qu'il y avait une transgression des obligations de divulgation. Par conséquent, il paraît préférable de limiter les emprunts à la règle de l'appréciation commerciale dans le contexte des recours en responsabilité civile de la législation sur les valeurs mobilières en s'en remettant plutôt aux critères établis par la législation et la jurisprudence pour tracer les contours de la défense de diligence raisonnable⁶⁵. D'autant plus que la règle de l'appréciation commerciale ne constitue pas un moyen d'exonération, mais plutôt une norme de contrôle judiciaire. Or, une fois les informations fausses ou trompeuses prouvées dans le cadre du recours en responsabilité applicable au prospectus, les administrateurs qui souhaitent s'exonérer doivent établir une défense de diligence raisonnable. Ils ne peuvent simplement demander au tribunal de faire preuve de déférence à l'égard de leur décision.

Par ailleurs, nous doutons même que les dirigeants méritaient la protection de la règle de l'appréciation commerciale en l'espèce. Le Juge Lederman a souligné que Wortsman et Tatoff avaient ignoré les mauvais résultats et leur cause. Plus préoccupant, ils n'avaient pas partagé cette information avec les administrateurs, les conseillers juridiques, les preneurs fermes et les vérificateurs impliqués dans l'appel public à l'épargne. Même si Danier était dotée de systèmes d'informa-

tion sophistiqués, aucun processus n'existait pour analyser des résultats inhabituels ou réagir à ceux-ci. Ainsi, il a fallu attendre la clôture du placement pour que les dirigeants procèdent à une enquête pour mieux comprendre ce qui se passait. En somme, le processus décisionnel suivi n'était pas raisonnablement prudent et diligent. Les dirigeants ne méritaient donc pas la déférence du tribunal.

*
* *

L'affaire *Danier* soulève des questions importantes pour la réglementation des marchés financiers canadiens. Elle nous amène à réfléchir sur les conditions qui sont les mieux à même de favoriser le bon fonctionnement du marché et le financement des entreprises. Dans ce commentaire, nous suggérons que la solution réside dans la mise en place d'une situation équitable entre les émetteurs et les investisseurs fondée sur la transparence. Ainsi, les émetteurs devraient avoir l'obligation d'actualiser leur prospectus lors du placement tant qu'ils distribuent des titres aux investisseurs, comme l'avait reconnu le juge Lederman dans sa décision. Laisser le soin aux investisseurs de déterminer s'il existe de nouveaux faits importants durant cette période comme le favorise la Cour d'appel est faire fausse route.

Dans une étude récente, des chercheurs en économie financière ont examiné dans quelle mesure la

⁶⁵ Art. 130(3)c), 130(5) LVMO; *Escott c. Barchris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968); In re *Worldcom Inc.*, *Sec. Litig.*, 2005 WL 638268 (S.D.N.Y.); *YBM Magnex International Inc.*, précité, note 27.

législation sur les valeurs mobilières influait sur le développement des marchés financiers, en s'intéressant plus particulièrement à la réglementation de l'appel public à l'épargne dans 49 pays⁶⁶. Ils ont cherché à établir si la réglementation était pertinente ou triviale pour le bon fonctionnement des marchés. Les résultats de leur étude sont particulièrement intéressants au regard de l'affaire *Danier*. D'abord, ils indiquent que la législation sur les valeurs mobilières est pertinente en ce que les marchés financiers ne prospèrent pas sans une intervention réglementaire. Plus important encore, selon leurs résultats, les éléments clefs de la réglementation consistent en des obligations de divulgation étendues et un régime de responsabilité civile qui facilite l'indemnisation des investisseurs. Ces éléments sont associés à des marchés financiers d'envergure qui fonctionnent bien. En revanche, l'existence d'un organisme de réglementation indépendant et spécialisé pour assurer l'application de la réglementation n'a pas d'incidence sur le développement des marchés financiers. Les résultats font ressortir ce même constat de trivialité pour les sanctions criminelles.

Tout comme leurs études précédentes sur la gouvernance d'entreprise, les présents travaux de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer susciteront sûrement de nombreux commentaires et débats au cours des prochaines années. Dans le contexte de l'affaire *Danier*, ces travaux

devraient amener la Cour suprême à réfléchir sur l'importance d'assurer la mise en place et le respect d'obligations de divulgation étendues en matière d'appel public à l'épargne pour assurer la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché.

⁶⁶ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, *loc. cit.*, note 43.