

# 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

---

Raymonde CRÊTE\*

*« Le droit trouve son effectivité  
lorsque le contenu de ses normes  
arrive à convaincre son auditoire de  
sa pertinence, de sa justesse ».*

Marie-Anne FRISON-ROCHE<sup>1</sup>

## Introduction

Préserver la confiance des investisseurs est l'un des objectifs principaux de la réglementation du marché des valeurs mobilières. Dans un environnement où les organismes de réglementation des marchés publics ne disposent pas de ressources suffisantes pour surveiller et contrôler de façon efficace les activités des émetteurs et de leurs mandataires, l'État peut faire appel aux régimes privés de responsabilité

---

\* LL.M., D. Jur., Professeure et avocate, Faculté de droit, Université Laval, Québec (Québec) Canada, G1K 7P4, Courriel : [raymonde.crete@fd.ulaval.ca](mailto:raymonde.crete@fd.ulaval.ca), Tél: (418) 656-2131, poste 7436. Avec la collaboration de : Patrick McSweeney, B.C.L., LL.B., Solr, Étudiant à la maîtrise, Faculté de droit, Université Laval. 2 décembre 2004. L'auteure et son collaborateur tiennent à exprimer toute leur reconnaissance à la Fondation du Barreau du Québec pour le soutien financier accordé pour ce projet de recherche. L'auteure tient également à remercier l'Institut canadien de l'administration de la justice qui lui a accordé la Bourse Charles D.-Gonthier pour poursuivre cette recherche.

<sup>1</sup> *Droit, finance, autorité - Les modes de régulation juridique propres aux autorités de marchés financiers*, Rapport général et annexes, Laboratoire de Sociologie Juridique, Université Panthéon, Assas (Paris II) – CNRS, sept. 1999, Paris, 1999, p. 45.

civile afin de mettre en évidence les valeurs de transparence et d'intégrité qui devraient guider le comportement des acteurs intéressés dans ce marché. Dans la mesure où ces messages réussissent à convaincre les intervenants de l'importance de respecter ces valeurs, le droit contribue ainsi à accroître l'efficacité des marchés et la protection des intérêts des épargnants, tout en maintenant la confiance du public investisseur.

Dans cette perspective, les vérificateurs exercent un rôle crucial pour assurer la publication d'une information financière véridique et complète auprès des investisseurs. En raison du risque de manipulations comptables qui peuvent survenir au sein des entreprises, il est important que les investisseurs puissent se fier au travail des vérificateurs que les auteurs qualifient comme étant des « gardiens » (« *gatekeepers* »), c'est-à-dire des intermédiaires indépendants chargés d'une mission de vérification et de certification pour le bénéfice des investisseurs<sup>2</sup>. Par le contrôle qu'ils exercent sur la fiabilité de l'information divulguée, ces professionnels sont présumés pouvoir rendre compte de la qualité de l'information avec indépendance, objectivité et intégrité en vue de

---

<sup>2</sup> Le professeur Coffee définit la notion de « gatekeeper » comme suit : « [...] the gatekeeper is a person who has significant reputational capital, acquired over many years and many clients, which it pledges to assure the accuracy or representations that it either makes or verifies ». Voir à ce sujet : J.C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *Boston U.L.Rev.* 301, p. 308. Plus loin, Coffee précise qu'il retient la définition suivante: « a reputational intermediary who provides verification or certification services to investors »: J.C. COFFEE, *id.*, 309. Ce concept inclut les services rendus par les vérificateurs-comptables, les agences de notation, les analystes financiers, les banques d'investissement et même les conseillers juridiques. Aux États-Unis, la notion de « gatekeeper » a fait l'objet de plusieurs études théoriques. Voir R.H. KRAAKMAN, « Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy », (1986) 2 *J. L. Econ. & Org.* 53 ; R. H. KRAAKMAN, « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », (1983-1984) 93 *Yale L. J.* 857; F. PARTNOY, « Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime » (2001) 79 *Wash. U. L. Q.* 491 ; S. CHOI, « Market Lessons for Gatekeepers », (1997-1998) 92 *Nw. U. L. Rev.* 916 ; J.C. COFFEE, « The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », *Columbia Law and Economics Working Paper No. 191*, [En ligne], 21 mai 2001, [<http://papers.ssrn.com/abstract=270944>] (24 septembre 2003) ; J.C. COFFEE, « Understanding Enron : It's About the Gatekeepers, Stupid », (2002) 57 *Bus. Law.* 1403; J. C. COFFEE, « The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC », (2003) 103 *Colum. L. Rev.* 1293; J.C. COFFEE, « What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's », (2004) 89 *Cornell L. Rev.* 269.

permettre aux investisseurs de superviser la gestion des entreprises, d'évaluer les titres des émetteurs et de prendre des décisions éclairées<sup>3</sup>.

Or, depuis la récente débâcle de plusieurs grandes sociétés américaines, la confiance des investisseurs a été fortement ébranlée à la suite des nombreuses accusations de fraudes et d'irrégularités sérieuses commises dans la comptabilité et la vérification de l'information financière publiée par les entreprises<sup>4</sup>. Des sociétés importantes ont été accusées d'avoir utilisé diverses méthodes de gestion des résultats, notamment en reportant l'inscription de dépenses à des exercices futurs, en enregistrant des revenus fictifs et en omettant de divulguer certaines opérations<sup>5</sup>. Les entreprises auraient, semble-t-il, eu recours à ces méthodes de gestion des résultats, entre autres, pour atteindre les rendements élevés anticipés par les analystes financiers ou pour permettre à leurs dirigeants, rémunérés sous forme d'options d'achat d'actions, de profiter d'une hausse appréciable du prix des actions<sup>6</sup>. Tout comme les

---

<sup>3</sup> Concernant l'utilité de l'information financière destinée aux investisseurs et de la réglementation visant à assurer la fiabilité de cette information, voir R. CRÊTE, J. BÉDARD, S. ROUSSEAU, «Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique», (2004) 45 *Cahiers de droit* 219-294; C.H.H. DONALD, « Civil Remedies for Breach of Continuous Disclosure Obligations under Ontario's Securities Act», (2000) 45 *McGill L.J.* 609, p. 612, 613.

<sup>4</sup> J. W. MARKHAM, « Accountants Make Miserable Policemen: Rethinking the Federal Securities Laws », (2003) 28 *N.C. Int'l L. & Com. Reg.* 725 ; SECURITIES AND EXCHANGE Commission (SEC), *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, [En ligne], [<http://www.sec.gov/news/studies/sox704report.pdf>] (24 septembre 2003) ; W. W. BRATTON, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », (2001-2002) 76 *Tulane L. Rev.* 1275 ; J.C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », *loc. cit.*, note 2.

<sup>5</sup> M. M. JENNINGS, « A Primer on Enron: Lessons from a Perfect Storm of Financial Reporting, Corporate Governance and Ethical Culture Failures », (2002-2003) 39 *Cal. W. L. Rev.* 163, 180-190 ; SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *id.*, p. 7 et suiv.

<sup>6</sup> Voir les allégations soumises par la SEC dans les affaires suivantes : *SEC v. Xerox Corporation*, D.C. (S.D.N.Y. 2002), [En ligne], 11 avril 2002, [<http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17465.htm>] (29 octobre 2003) ; *SEC v. Crawford*, D.C. (N.D.Cal. 2003), [En ligne], 20 février 2003, [<http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17978.htm>] (29 octobre 2003). Voir également : J. N. GORDON, « Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley », *Columbia Law and Economics Working Paper No. 216*, 4-6.[En ligne], March 2003, [<http://papers.ssrn.com/abstract=391363>], (24 septembre 2003).

gestionnaires des sociétés visées par ces accusations, certains cabinets de comptables les plus reconnus n'ont pas échappé à cette vague de dénonciations en raison de leur présumée collaboration ou négligence dans la détection de ces manipulations comptables<sup>7</sup>.

À la suite des scandales financiers, les autorités régulatrices et les associations professionnelles ont ainsi adopté ou proposé diverses voies de solution pour assurer la fiabilité de l'information financière et la qualité de la vérification. Aux États-Unis, ces initiatives ont donné lieu à l'adoption, en 2002, de la loi *Sarbanes-Oxley* qui prévoit des règles plus strictes en matière de gouvernance des entreprises et des cabinets de vérification<sup>8</sup>. Cette loi a, par la suite, servi de cadre normatif pour l'élaboration de nouvelles règles par la SEC et par les organismes d'autoréglementation<sup>9</sup>.

Ce vent de réformes s'est également propagé au Canada où plusieurs initiatives semblables ont été prises par les autorités régulatrices et les associations professionnelles. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont, entre autres, adopté de nouvelles règles concernant l'information continue, l'attestation de l'information financière par le chef de la direction et le chef des finances, la création d'un comité de vérification, les normes de comptabilité et de vérification et la surveillance des vérificateurs<sup>10</sup>. En outre, les ACVM, le Surintendant

---

<sup>7</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, op. cit., note 4, p. 37-40.

<sup>8</sup> *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

<sup>9</sup> Pour un aperçu des initiatives prises par la SEC, voir SEC, « Spotlight on Sarbanes-Oxley Rulemaking and Reports », [En ligne] [<http://www.sec.gov/spotlight/sarbanes-oxley.htm>] (12-08-200). Pour un exemple de normes adoptées par les associations professionnelles, voir les nouvelles normes américaines portant sur la responsabilité du vérificateur en matière de détection des fraudes, voir AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS, *Statement on Auditing Standards 99, Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit*, 2002. La loi *Sarbanes-Oxley* a créé un nouvel organisme de surveillance des vérificateurs, le Public Company Accounting Oversight Board.

<sup>10</sup> Sur les nouvelles normes en matière d'information continue, voir CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS, National Instrument 51-102 – *Continuous Disclosure Obligations*, (2004) 27 *OSCB* 3439; cette nouvelle norme n'est pas en vigueur au Québec; par ailleurs, voir aussi comme autre norme adoptée par les ACVM (incluant le Québec) en matière d'information continue : Instruction générale 51-201 - *Lignes directrices en matière de communication de l'information*, [En

des institutions financières du Canada et l'ICCA ont créé un nouvel organisme de surveillance et de contrôle des vérificateurs des sociétés ouvertes. Cet organisme, le Conseil canadien sur la reddition de comptes, a le pouvoir d'émettre des règles en matière d'indépendance et de contrôle de la qualité pour les cabinets et d'effectuer une inspection professionnelle des vérificateurs de sociétés cotées<sup>11</sup>. En octobre 2002, les comptables agréés du Canada ont créé un organisme indépendant, le Conseil de surveillance de la normalisation en vérification et certification, qui supervise les activités du Conseil des normes de certification<sup>12</sup>. Sur les aspects touchant la vérification comptable, l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), en 2003, a aussi adopté de nouvelles normes d'indépendance qui sont, depuis lors, graduellement intégrées dans les codes de déontologie des ordres provinciaux de comptables agréés<sup>13</sup>. L'ICCA a également modifié les normes de vérification afin d'améliorer la détection, par les vérificateurs, des cas de fraude et d'erreurs dans le processus de vérification des états financiers<sup>14</sup>.

---

ligne] [[http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/51-201fr.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/51-201fr.pdf)] (11-08-2004); pour les autres normes touchant la gouvernance, l'information financière et les vérificateurs, voir le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des sociétés* [En ligne] [[http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/52-109fr\\_cons.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-109fr_cons.pdf)] (16-08-2004), le *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs* [En ligne] [[http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/52-108fr\\_cons.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-108fr_cons.pdf)] (16-08-2004); le *Règlement 52-110 sur le comité de vérification* [[http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/52-110fr\\_cons.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-110fr_cons.pdf)] (16-08-2004); sur les pratiques de gouvernance, voir *Proposed Multilateral Policy 58-201 – Effective Corporate Governance*, (2004) 27 *OSCB* 967; pour le Québec, voir l'Avant-projet de règlement 51-104 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance d'entreprise », [En ligne] [[http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/0-Avis\\_51-104fr\\_cons.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/0-Avis_51-104fr_cons.pdf)] (16-08-2004).

<sup>11</sup> Au sujet du Conseil canadien sur la reddition de comptes, voir [En ligne], [[http://www.cica.ca/index.cfm/ci\\_id/8444/la\\_id/2.htm](http://www.cica.ca/index.cfm/ci_id/8444/la_id/2.htm)], (26 février 2004); [En ligne], [[http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/enjeux/cpab\\_f.asp](http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/enjeux/cpab_f.asp)], (26 février 2004).

<sup>12</sup> ICCA, « Un nouvel organisme public indépendant supervisera l'établissement des normes de vérification canadiennes », [En ligne] [[http://www.cica.ca/index.cfm/ci\\_id/9906/la\\_id/2.htm](http://www.cica.ca/index.cfm/ci_id/9906/la_id/2.htm)] (11-08-2004).

<sup>13</sup> Comité sur l'intérêt public et l'intégrité de l'Institut Canadien des Comptables Agréés, *Nouvelle norme canadienne sur l'indépendance*, [En ligne], [[http://www.icca.ca/index.cfm/ci\\_id/7755/la\\_id/2.htm](http://www.icca.ca/index.cfm/ci_id/7755/la_id/2.htm)] (7 novembre 2003).

<sup>14</sup> Voir le chapitre 5135 du *Manuel de l'ICCA – Certification*.

Dans leurs efforts en vue d'accroître la transparence dans l'information divulguée aux investisseurs, les autorités régulatrices canadiennes ont également jugé important de reprendre le travail de réforme entamé par le comité présidé par Thomas Allen dont le rapport final paru en 1997 proposait l'adoption d'un régime restreint de responsabilité civile destiné à protéger les investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières. La législature ontarienne a donné suite à ces recommandations en intégrant un régime particulier de responsabilité civile dans le cadre du projet de loi 198 adopté en 2002, mais dont les dispositions pertinentes à ce régime ne sont pas encore en vigueur<sup>15</sup>. En mai 2004, la législature de la Colombie-Britannique a également adopté une nouvelle loi sur les valeurs mobilières qui, à l'instar de la loi ontarienne, prévoit un régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire<sup>16</sup>. Toutefois, comme en Ontario, cette législation n'est pas encore en vigueur. Dans la même perspective, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, incluant l'Autorité québécoise, explorent la possibilité d'adopter un régime semblable dans le cadre du projet d'harmonisation de la législation, intitulé *Loi uniforme sur les valeurs mobilières*, qu'elles ont soumis en décembre 2003<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine*, L.O. 2002, c. 22 (Projet de loi 198); *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, c. S-5, art. 20.1, 126.1, 126.2, 127, 129.2, 138.1-138.14, 143 (ci-après désigné « LVM (Ontario) »). Notons que les articles 126.1 et 126.2, 138.1 à 138.14 entreront en vigueur à une date fixée par proclamation. Voir aussi les amendements envisagés dans le Projet de loi 41 soumis le 22 mai 2003, *Loi sur les bons choix (mesures budgétaires)*.

<sup>16</sup> *Securities Act*, S.B.C. 2004, c. 43, sanctionnée le 13 mai 2004 (ci-après désignée *B.C. Securities Act*). Le nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire est inclus dans la partie 10 de cette nouvelle loi.

<sup>17</sup> AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Loi uniforme sur les valeurs mobilières – Projet en vue de l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières*. *Projet de consultation*, 19 déc. 2003, ci-après désigné « ACVM, *Projet de loi uniforme*»; CVMQ, *Communiqué*, Montréal, 16 déc. 2003, [en ligne] : [[http://www.cvmq.com/upload/bulletin/v34n50s03\\_usa%20f.pdf](http://www.cvmq.com/upload/bulletin/v34n50s03_usa%20f.pdf)] (consulté le 29-10-04). Le 24 septembre 2004, les ACVM ont publié les commentaires reçus à la suite de la publication de ce projet, voir CSA/ACVM, *Notice 11-307 – Responses to Comments Received on Consultation Drafts for a Uniform Securities Act and A Model Securities Administration Act*, Sept. 24, 2004, [En ligne] [[http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part1/csa\\_20040924\\_11-307\\_resp-com-rec.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part1/csa_20040924_11-307_resp-com-rec.pdf)] (17-11-2004).

Le régime adopté dans les lois de l'Ontario et de la Colombie-Britannique, de même que celui préconisé par les ACVM reconnaissent aux investisseurs le droit de s'adresser aux tribunaux en vue d'obtenir une indemnisation limitée en cas de divulgation d'information fautive ou trompeuse ou d'omission de la part d'un émetteur de divulguer un changement important. Reconnus en tant qu'experts, les vérificateurs pourront, en vertu de ce régime, engager leur responsabilité s'ils omettent d'exercer une diligence raisonnable dans la vérification de l'information financière dans les documents d'information continue. À l'égard des investisseurs lésés en raison du manque de vigilance de ces vérificateurs, l'application de ce nouveau régime de responsabilité permettra ainsi d'écartier certains obstacles juridiques importants qui, actuellement, découlent de l'application des régimes traditionnels de droit commun et qui ont pour effet de restreindre la portée des recours en indemnisation.

L'objectif de cette étude est de mieux comprendre le sens et la portée de cette réforme majeure qui, si elle est mise en vigueur, s'appliquera à un grand nombre d'acteurs canadiens et étrangers. À l'égard des vérificateurs, notamment, le nouveau régime intégré dans la loi ontarienne sur les valeurs mobilières s'appliquera à tous les cabinets de vérification qui certifient l'information financière d'une société inscrite à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX, et ce, peu importe si ces cabinets ont leur place d'affaires au Canada ou à l'étranger. Cette analyse permettra de constater que le régime statutaire envisagé, contrairement aux régimes traditionnels de responsabilité civile en droit commun, rend bien compte de la spécificité du marché secondaire des valeurs mobilières, et plus généralement de la complexité des marchés financiers qui sont caractérisés par la multiplicité des acteurs, la diversité des fonctions exercées par ces personnes, de même que par la diversité des modes de communication et du contenu de l'information. Par la même occasion, cet examen servira à mettre en lumière les difficultés de taille que soulèveront l'interprétation et l'application de ce nouveau régime de responsabilité qui exigera une bonne compréhension de la dynamique complexe des marchés financiers.

Afin d'évaluer la pertinence de cette réforme, la première partie fera état des problèmes de transparence identifiés par les autorités régulatrices en ce qui a trait à l'information financière destinée aux investisseurs du marché secondaire, alors que la deuxième partie examinera la rationalité du nouveau régime de responsabilité en mettant en évidence, non seulement les fonctions de réparation et de dissuasion de

celui-ci, mais également ses fonctions expressive et pédagogique. L'analyse de la structure et du contenu du régime, dans la troisième partie, montrera tout d'abord les avantages et les inconvénients du modèle hybride de législation envisagée, lequel réunit un ensemble de principes généraux et de règles extrêmement détaillées. Cette partie fera également ressortir le désir des autorités régulatrices d'assurer un équilibre entre, d'une part, les intérêts des investisseurs qui recherchent une information véridique et complète, et d'autre part, les intérêts des personnes réglementées qui, en droit commun, risquent d'encourir une responsabilité démesurée en raison des pertes considérables subies par les usagers de l'information. Dans la dernière partie, notre attention portera sur les écueils importants auxquels les tribunaux seront confrontés dans l'interprétation et l'application de ce corpus réglementaire imposant qui fait appel à des concepts flous et hautement subjectifs. Pour les juges appelés éventuellement à intervenir sur la base de ce régime, l'évaluation des divers éléments générateurs de responsabilité s'avérera une tâche particulièrement périlleuse dans la mesure où elle exigera la prise en considération des nombreux facteurs d'ordre juridique, économique et psychologique de manière à bien rendre compte de la complexité et de l'incertitude qui caractérisent ces marchés.

### **1. Les problèmes de transparence dans l'information financière destinée aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières**

L'environnement réglementaire dans lequel évoluent les sociétés ouvertes canadiennes accorde une grande importance à la divulgation d'information financière destinée aux investisseurs tant dans le marché primaire que secondaire. Aux fins d'un appel public à l'épargne, le prospectus assujéti au visa des autorités en valeurs mobilières doit contenir les états financiers vérifiés des trois dernières années<sup>18</sup>. De même, dans le contexte du marché secondaire, l'information financière occupe une place prédominante dans le régime d'information continue qui

---

<sup>18</sup> Pour le Québec, voir l'Instruction générale Q-28 – *Exigences générales relatives aux prospectus*, partie 4, [En ligne] ([http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/Q-28fr.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/Q-28fr.pdf)), [5 août 2004]. Les états financiers comprennent l'état des résultats, l'état des bénéfices non répartis, l'état des flux de trésorerie et un bilan.

est imposé aux « émetteurs assujettis »<sup>19</sup>. Ceux-ci doivent transmettre les états financiers annuels comparatifs et les états financiers trimestriels aux détenteurs des titres, autres que les titres d'emprunt, de même qu'aux autorités en valeurs mobilières<sup>20</sup>. Les états financiers annuels établis selon les principes comptables généralement reconnus doivent être approuvés par le conseil d'administration et accompagnés d'un rapport des vérificateurs indiquant que cette information donne une image fidèle de la situation financière de la société<sup>21</sup>. Les sociétés sont aussi tenues de publier des états financiers lorsqu'elles sollicitent des procurations en vue de la tenue d'une assemblée générale d'actionnaires, plus particulièrement pour les opérations de regroupement ou de restructuration du capital<sup>22</sup>.

Pour les émetteurs qui atteignent certains seuils de capitalisation ou de revenus, l'information périodique inclut également l'envoi d'un rapport annuel et le dépôt d'une notice annuelle qui incluent une analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation (*Management Discussion and Analysis*)<sup>23</sup>. Ce document envisagé comme un complément aux états financiers donne l'occasion à la direction de discuter des résultats financiers, des tendances ou des événements futurs qui risquent d'avoir un effet important sur l'émetteur<sup>24</sup>. Les investisseurs

---

<sup>19</sup> Pour la notion d'« émetteur assujetti », voir l'art. 68 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1 (ci-après désignée « LVM ». Concernant le régime d'information continue, voir J. G. MACINTOSH, C.C. NICHOLLS, *Securities Law (Essentials of Canadian Law)*, Toronto, Irwin Law, 2002, p. 254-294.

<sup>20</sup> Pour le Québec, voir les art. 75-80.2 LVM; art. 115.1-140 du règlement de la LVM.

<sup>21</sup> Art. 116, 118 du Règlement de la LVM; pour les principes comptables généralement reconnus voir INSTITUT CANADIEN DES COMPTABLES AGRÉÉS, *Manuel de l'ICCA, La bibliothèque professionnelle*, [Cédérom], Toronto, Canadian Institute of Chartered Accountants, 1998, chap. 5090, paragr. 01.

<sup>22</sup> Art. 82 LVM et l'Annexe VIII du règlement de la LVM sur la circulaire de sollicitation de procurations, rubrique 11.

<sup>23</sup> Pour le rapport annuel, voir l'art. 77 LVM, les art. 119, 119.1, 119.2 et l'Annexe VII du règlement de la LVM. Pour la notice annuelle, voir l'art. 84 LVM, les art. 159-170 et l'Annexe VII du règlement de la LVM. Concernant l'analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation de l'émetteur, voir J. G. MACINTOSH, C.C. NICHOLLS, *op. cit.*, note 19, p. 258-260.

<sup>24</sup> Annexe VII du règlement de la LVM.

peuvent ainsi retrouver dans ce rapport des commentaires tant d'un point de vue rétrospectif que prospectif<sup>25</sup>.

En vertu de leurs obligations d'information continue, les émetteurs sont également appelés à diffuser, par voie de communiqué de presse, tout changement important susceptible d'exercer une influence appréciable sur la valeur ou le cours des titres<sup>26</sup>. Les lignes directrices adoptées par les autorités en valeurs mobilières fournissent plusieurs exemples de ces changements qui donnent lieu à cette obligation d'information occasionnelle. En matière d'information financière, les sociétés sont appelées à divulguer l'augmentation ou la diminution importante de bénéfices prévus à court terme, la variation inattendue des résultats financiers, la réduction des flux de trésorerie, la radiation ou la réduction de la valeur d'éléments d'actifs importants, les modifications de la valeur ou de la composition de l'actif et les modifications importantes des méthodes comptables de la société<sup>27</sup>.

Le défaut de la part des émetteurs de respecter les obligations d'information peut mettre en péril l'atteinte des objectifs de la réglementation. Pour inciter les intervenants du marché à respecter les exigences réglementaires en matière de divulgation, la loi québécoise sur les valeurs mobilières, à l'instar des autres lois provinciales semblables, prévoit des sanctions pénales pour toute violation à la réglementation, telle l'omission, par un émetteur, de divulguer un changement important<sup>28</sup>. Elles imposent également des sanctions pénales particulières en cas d'information fautive ou trompeuse contenue dans les documents prescrits ou dans une communication orale<sup>29</sup>. Ce genre de manquement couvre « toute information de nature à induire en erreur sur un fait

---

<sup>25</sup> J. G. MACINTOSH, C.C. NICHOLLS, *op. cit.*, note 19, p. 258.

<sup>26</sup> Art. 73 LVM.

<sup>27</sup> Instruction générale 51-201 – *Lignes directrices en matière de communication de l'information*, Avis de publication, Bulletin de la CVMQ, 2002-07-12, vol. 33, no. 27 [En ligne] (<http://www.cvmq.com/fr/initie/pdf/51-201fr.pdf>) [6 août 2004].

<sup>28</sup> Art. 202, 207, 208 LVM. Sur les sanctions pénales, voir S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières, (1999) 59 *R. du B.* 627, p. 668-670.

<sup>29</sup> Art. 196, 197, 204, 208.1 LVM.

important, de même que l'omission pure et simple d'un fait important »<sup>30</sup>. Dans ces cas-là, les contrevenants sont passibles d'une amende variant de 5 000 \$ à un million de dollars et d'un emprisonnement de cinq ans moins un jour, ce qui constitue des sanctions plus sévères que celles prévues pour les autres contraventions à la loi<sup>31</sup>.

La violation des règles en matière de divulgation peut aussi donner lieu à des sanctions administratives imposées par l'Agence ou par le Bureau de décision et de révision. Selon la responsabilité qui leur est dévolue en vertu de la loi, l'une de ces autorités peut, notamment, refuser le dépôt ou la diffusion d'un document, la modification de celui-ci, interdire toute activité reliée à une opération sur des valeurs mobilières, imposer une pénalité administrative d'un million de dollars ou interdire à une personne d'agir comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur<sup>32</sup>.

Outre ces sanctions pénales et administratives, la loi québécoise sur les valeurs mobilières donne ouverture à des recours civils lesquels s'appliquent principalement au contexte du marché primaire<sup>33</sup>. Les placements effectués sans prospectus ou sans note d'information, de même que les appels publics à l'épargne faits sur la base de documents contenant des informations fausses ou trompeuses donnent lieu à une demande en nullité, en révision du prix du contrat, de même qu'à une action en dommages-intérêts<sup>34</sup>. En revanche, dans le contexte du marché secondaire, la loi québécoise ne contient actuellement aucun régime particulier de responsabilité civile, mis à part celui relatif aux offres publiques d'achat et aux opérations d'initiés<sup>35</sup>. Seule l'Agence a l'intérêt requis pour demander au tribunal de condamner une personne à payer des dommages-intérêts en cas de contravention aux obligations d'information

---

<sup>30</sup> Art. 5 LVM.

<sup>31</sup> Art. 204, 207, 208, 208.1 LVM.

<sup>32</sup> Art. 265, 272, 272.1, 273.1, 273.2, 273.3 LVM. Sur les sanctions administratives, voir S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 28, p. 663-665.

<sup>33</sup> Art. 214-221 LVM. Sur les sanctions civiles, voir S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *id.* p. 665-668 ; D.A. KLEIN, *et autres*, « Les recours civils en vertu des lois sur les valeurs mobilières du Canada », dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE DU BARREAU DU QUÉBEC, *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 193.

<sup>34</sup> *Id.*

<sup>35</sup> Art. 222-233.1 LVM.

continue<sup>36</sup>. Il en est ainsi également pour les autres lois provinciales sur les valeurs mobilières, mis à part les lois de l'Ontario et de la Colombie-Britannique qui ont été amendées récemment pour inclure un régime restreint de responsabilité civile en matière d'information continue mais dont les dispositions ne sont pas encore en vigueur<sup>37</sup>. Dans les autres provinces, les investisseurs qui s'estiment lésés en raison d'une violation des dispositions relatives aux obligations d'information continue doivent donc se tourner vers les régimes de responsabilité civile du droit commun.

Certains facteurs peuvent être avancés pour expliquer l'absence d'un régime statutaire de responsabilité civile pour sanctionner les manquements aux obligations d'information continue. Premièrement, les législatures provinciales peuvent avoir été plus préoccupées d'assurer l'intégrité et l'efficacité du marché primaire que du marché secondaire en raison de la fonction centrale que le marché primaire remplit dans l'allocation des capitaux. Deuxièmement, il est possible que les législatures aient été plus soucieuses de prévenir les abus qui peuvent survenir dans le contexte de transactions majeures, tels un appel public à l'épargne ou une offre publique d'achat, en raison des efforts importants de sollicitation que les émetteurs, les initiateurs, les preneurs fermes et les courtiers peuvent faire pour inciter les investisseurs à effectuer une opération.

Sans nier la légitimité de ces préoccupations, plusieurs observateurs ont reconnu, depuis quelques années, la nécessité d'adopter un régime particulier destiné aux investisseurs du marché secondaire en mettant en évidence l'importance économique de ce marché et des problèmes de transparence qui surviennent dans ce contexte. Dans leur rapport intérimaire paru en 1995 à l'instigation de la Bourse de Toronto, les membres du comité Allen ont mis l'accent sur l'importance du marché secondaire en indiquant que la valeur des titres transigés sur les bourses canadiennes, en 1994, s'élevait à 222 milliards de dollars, alors que la valeur des placements dans le marché primaire ne représentait que 12 milliards de dollars<sup>38</sup>. Cet écart n'a d'ailleurs pas cessé de croître puisque,

---

<sup>36</sup> Art. 269.1 LVM.

<sup>37</sup> Pour l'Ontario, voir *supra* note 15 ; pour la Colombie-Britannique, voir *supra* note 16.

<sup>38</sup> TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure – A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Interim Report of the Committee on Corporate

selon les données publiées par l'ACCOVAM, la valeur des transactions effectuées en 2001 sur les bourses canadiennes s'élevait à 716 milliards de dollars, tandis que la valeur des placements sur le marché primaire se chiffrait à 12 milliards de dollars<sup>39</sup>. En 2003, dans le cadre du projet d'uniformisation des lois sur les valeurs mobilières, les ACVM ont également souligné cet écart en précisant que «[l]es émissions de titres sur le marché ne représentent que 6% environ des opérations sur les marchés des capitaux », alors que les opérations dans le marché secondaire occupent environ « 94% de l'ensemble de l'activité des marchés »<sup>40</sup>.

Le comité Allen a aussi identifié plusieurs problèmes de transparence dans l'application du régime d'information continue destinée aux investisseurs du marché secondaire. Les problèmes relevés touchent, entre autres, la divulgation insuffisante des mauvaises nouvelles dans les sociétés en difficultés financières et dans les sociétés de petite capitalisation, l'optimisme excessif dans la divulgation des bonnes nouvelles, la divulgation insuffisante dans l'analyse, par la direction, de la situation financière et des résultats d'exploitation, la divulgation tardive d'information et la divulgation sélective auprès des analystes et des investisseurs institutionnels<sup>41</sup>. Les lacunes informationnelles observées par le comité Allen dans le contexte du marché secondaire trouvent

---

Disclosure, Toronto, 1995, paragr. 1.22. (ci-après « *Rapport intérimaire du comité Allen* »); pour le rapport final voir : TORONTO STOCK EXCHANGE, Committee on Corporate Disclosure, *Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 18 mars 1997, (désigné ci-après *Rapport final du comité Allen*).

<sup>39</sup> INVESTMENT DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, *Review of Equity New Issues and Trading* [En ligne] ([http://ida.ca/Files/IndIssues/PubResearch/EquityRev/EquityReview\\_2001\\_Q4\\_en.pdf](http://ida.ca/Files/IndIssues/PubResearch/EquityRev/EquityReview_2001_Q4_en.pdf)), [10 août 2004].

<sup>40</sup> ACVM, *Ébauche des lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 30 janvier 2003, [En ligne] [<http://www.cvmq.com/fr/publi/FinalVersionUSLConceptProposal-French.pdf>] (25 août 2004), p. 54.

<sup>41</sup> *Rapport intérimaire du comité Allen*, op. cit., note 38, paragr. 2.12, 2.27, 2.35. Ce rapport a également fait état de la décision rendue dans l'affaire *Standard Trustco* pour illustrer les problèmes de transparence dans les sociétés en difficultés financières, voir *id.*, paragr. 2.35. Voir la décision *Standard Trustco Limited*, (1992) 15 OSCB 4322.

également un écho dans les études empiriques effectuées, depuis le milieu des années 90, par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières<sup>42</sup>.

Avec la mise au jour des récents scandales financiers qui ont ébranlé le marché des valeurs mobilières, la fiabilité de l'information financière et la qualité de la vérification sont devenues des sujets de préoccupation majeure pour les autorités régulatrices. Des sociétés importantes ont été accusées d'avoir utilisé diverses méthodes de gestion des résultats, notamment en créant des sociétés ad hoc, comme dans le cas de l'affaire Enron, en reportant l'inscription de dépenses à des exercices futurs, en enregistrant des revenus fictifs et en omettant de divulguer certaines opérations<sup>43</sup>. Les entreprises auraient eu recours à ces méthodes de gestion des résultats, entre autres, pour atteindre les rendements élevés anticipés par les analystes financiers ou pour permettre à leurs dirigeants, rémunérés sous forme d'options d'achat d'actions, de profiter d'une hausse appréciable du prix des actions<sup>44</sup>. Tout comme les gestionnaires des sociétés visées par ces accusations, certains cabinets de comptables les plus reconnus n'ont pas échappé à cette vague de dénonciations en

---

<sup>42</sup> OSC, *1995 Financial Statement and MD&A Review Program, Final Report*, March 1996, [En ligne] ([http://www.osc.gov.on.ca/PublicCompanies/Accounting/afr\\_md\\_and\\_a\\_95.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/PublicCompanies/Accounting/afr_md_and_a_95.jsp)) [11-08-2004]; concernant la mise en place d'un programme de révision d'information continue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, voir *Ontario Securities Commission Staff Notice 51-703 Implementation of Reporting Issuer Continuous Disclosure Review Program, Corporate Finance Branch*, [En ligne] ([http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/sn\\_20000616\\_51-703.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/sn_20000616_51-703.jsp)), [02-08-2004]; pour un exemple d'étude effectuée par la Commission ontarienne, voir *Ontario Securities Commission Staff Notice 52-701 – Initial Report on Staff Review of Revenue Recognition, Continuous Disclosure Team, Corporate Finance Branch*, fév. 2001, [En ligne] ([http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/sn\\_20010309\\_52-701.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/sn_20010309_52-701.pdf)), [02-08-2004]; en janvier 2002, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié des directives sur l'usage de mesures de calcul des résultats non conformes aux principes comptables généralement reconnus, une pratique qui, selon les ACVM, entraîne la confusion auprès des investisseurs : voir ACVM, *Nouvelles*, [En ligne] ([http://www.csa-acvm.ca/francais/html\\_ACVM/nouvelles/non-pcgr.html](http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/nouvelles/non-pcgr.html)) [11-08-2004].

<sup>43</sup> M. M. JENNINGS, « A Primer on Enron: Lessons from a Perfect Storm of Financial Reporting, Corporate Governance and Ethical Culture Failures », (2002-2003) 39 *Cal. W. L. Rev.* 163, 180-190 ; *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *op. cit.*, note 4, p. 7 et suiv.

<sup>44</sup> Voir *supra*, note 6.

raison de leur présumée collaboration ou négligence dans la détection de ces manipulations comptables<sup>45</sup>.

Depuis cette débâcle financière, une étude empirique publiée aux États-Unis en 2004 fait d'ailleurs ressortir l'importance des allégations de manquements en matière d'information financière dans les recours collectifs intentés en vertu de la législation fédérale américaine<sup>46</sup>. Les résultats de cette étude révèlent que 89% des 175 recours intentés en 2003 dans le domaine des valeurs mobilières alléguait l'existence d'informations financières fausses ou trompeuses<sup>47</sup>. De même, en 2003, la SEC a publié une étude qui identifie la nature des violations alléguées dans les recours intentés par celles-ci et fondés sur des manquements en matière de divulgation et de vérification d'information financière<sup>48</sup>. Dans ce rapport, la SEC précise que, de 1997 à 2002, elle a intenté 515 actions administratives et civiles contre 869 défendeurs, dont une majorité de 68 % a été accusée de fraude. La plupart des violations alléguées par la SEC dans ces recours a trait à la comptabilisation erronée des bénéfices, incluant la comptabilisation de revenus fictifs, le choix incorrect de la période de divulgation des revenus et l'évaluation frauduleuse des revenus<sup>49</sup>. Une part importante des violations alléguées concerne aussi la comptabilisation erronée des dépenses, incluant la capitalisation ou le report des dépenses, l'utilisation irrégulière des réserves et la sous-évaluation des dépenses<sup>50</sup>. En guise d'exemples, l'étude de la SEC

---

<sup>45</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, op. cit., note 4, p. 37-40.

<sup>46</sup> CORNERSTONE RESEARCH, *Securities Class Action Case Filings. 2003: A Year in Review*, 2004, [En ligne] [[http://securities.stanford.edu/clearinghouse\\_research/2003\\_YIR/2003051104.pdf](http://securities.stanford.edu/clearinghouse_research/2003_YIR/2003051104.pdf)] (11-08-2004).

<sup>47</sup> CORNERSTONE RESEARCH, *id.*, p. 15; dans une étude antérieure publiée par le National Economic Research Associates, on révèle que, de 1991 à 1995, 38% des recours collectifs en valeurs mobilières alléguaient l'existence de fraude comptable. De 1995 à 1998, ce pourcentage est passé à 53%. Voir Todd S. FOSTER, Denise N. MARTIN, Vinita M. JUNEJA, Frederick C. DUNBAR, *Trends in Securities Litigation and the Impact of PSLRA*, National Economic Research Associates, Inc., août 1999, p. 4

<sup>48</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, op. cit., note 4.

<sup>49</sup> *Id.*, p. 2, 6-13.

<sup>50</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, op. cit., note 4, p. 13-18.

mentionne, entre autres, le cas de la compagnie Xerox qui a été accusée d'avoir accéléré la comptabilisation des bénéfices pour un montant de 3 milliards de dollars pendant une période de quatre ans afin de rencontrer les prévisions financières<sup>51</sup>. À la suite de cette accusation, Xerox s'est engagée à payer une amende de 10 millions de dollars<sup>52</sup>. Les résultats de l'étude de la SEC montrent également l'importance relative des actions intentées dans le contexte du marché secondaire. Le rapport indique, en effet, que seulement 10% des cas de poursuites concerne la divulgation d'information financière dans les documents d'appels publics à l'épargne<sup>53</sup>. Parmi les défendeurs visés dans l'ensemble des actions intentées par la commission fédérale, on retrouve 18 cabinets de vérificateurs et 89 membres de ces cabinets<sup>54</sup>. Les violations alléguées contre les vérificateurs sont attribuables principalement à l'absence de preuve pour appuyer leur opinion sur la fiabilité des états financiers et au défaut d'exercer un degré suffisant de scepticisme à l'égard de certains indices d'illégalités ou d'irrégularités, de même qu'au manque d'indépendance des vérificateurs<sup>55</sup>.

Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction, les autorités régulatrices américaines et canadiennes ont fait plusieurs efforts au cours des dernières années en vue d'accroître la transparence et de rétablir la confiance des investisseurs dans le bon fonctionnement du marché<sup>56</sup>. Une des initiatives importantes prises en ce sens consiste en la mise en place d'un régime restreint de responsabilité civile destinée aux investisseurs du marché secondaire, tel qu'intégré en 2002 dans la loi ontarienne sur les valeurs mobilières, et en 2004, dans la nouvelle loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. Les Autorités canadiennes en

---

<sup>51</sup> *Id.*, p. 10; pour l'affaire Xerox, voir *SEC c. Xerox Corporation*, D.C. (S.D.N.Y. 2002), [En ligne], 11 avril 2002, [<http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17465.htm>] (12-08-2004).

<sup>52</sup> SEC, «Xerox Settles SEC Enforcement Action Charging Company With Fraud», [En ligne] [<http://www.sec.gov/news/headlines/xeroxsettles.htm>] (16-10-2004).

<sup>53</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *op. cit.*, note 4, p. 2.

<sup>54</sup> *Id.*, p. 3.

<sup>55</sup> SEC, *Report Pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *op. cit.*, note 4.

<sup>56</sup> Voir *supra* le texte correspondant aux notes 8-17.

valeurs mobilières envisagent également de faire de même dans le *Projet de loi uniforme* soumis en 2003<sup>57</sup>. Avant d'analyser plus amplement cette réforme, il convient d'examiner la rationalité d'un régime de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières.

## **2. Les fonctions du régime restreint de responsabilité civile dans le contexte du marché des valeurs mobilières**

### **2.1 La fonction curative**

Selon la doctrine traditionnelle, la fonction première des régimes de responsabilité civile consiste à réparer le dommage subi par la victime en raison d'une faute commise par une personne en matière extracontractuelle<sup>58</sup>. Dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières au Canada, cet objectif de réparation trouve son expression principalement dans les règles du droit commun prévues dans le *Code civil du Québec* et dans la common law<sup>59</sup>. En vertu de ces règles, les investisseurs ayant acquis ou vendu des titres en se fiant à une information financière trompeuse peuvent poursuivre les personnes responsables de la divulgation fautive en vue d'obtenir la réparation du préjudice subi, dans la mesure où celui-ci est une suite directe et immédiate de la faute<sup>60</sup>. Les acheteurs et les vendeurs lésés peuvent ainsi établir leur perte en démontrant le lien causal entre la divulgation de l'information inexacte et l'effet de cette divulgation sur le prix des titres. En d'autres termes, les demandeurs peuvent prouver que la divulgation d'une information inexacte a entraîné une perte pour les investisseurs en

---

<sup>57</sup> Voir *supra* notes 15-17.

<sup>58</sup> J.-L. BAUDOIN, P. DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 6<sup>e</sup> édition, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, p. 6, 7, parag. 11 ; sur la rationalité économique de la responsabilité civile extracontractuelle, voir E. MACKAAY, « La responsabilité civile extracontractuelle – une analyse économique » dans P.C. LAFOND (dir.), *Mélanges Claude Masse – En quête de justice et d'équité*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, 321.

<sup>59</sup> Pour le droit civil, voir art. 1457 C.c.Q.; pour la common law, voir B. FELDHUSEN, *Economic Negligence*, 4<sup>e</sup> éd., Toronto, Carswell, 2000.

<sup>60</sup> Art. 1607 C.c.Q. ; *Allaire c. Les Gestions J.P. Lacasse inc.*, [2003] J.Q. No. 4087 (C.Q.) ; *Garnet Retallack & Sons Ltd. c. Maheux*, [1990] A.Q. No. 462 (C.A.) ; J.-L. BAUDOIN, P. DESLAURIERS, *op. cit.*, note 58, parag. 297, 298.

raison de la sous-évaluation ou de la surévaluation des titres acquis ou vendus. Selon une des méthodes utilisées par les tribunaux pour évaluer la perte subie, les dommages pourront correspondre à la différence entre le prix d'acquisition ou de vente des titres et la juste valeur de ces titres au moment de la transaction en tenant compte d'une divulgation d'information véridique<sup>61</sup>. Les défendeurs peuvent, toutefois, prouver la rupture du lien causal en démontrant que la diminution ou l'augmentation du prix des actions est attribuable à des facteurs autres que la divulgation fautive.

L'évaluation des dommages soulève plusieurs questions complexes qui dépassent le cadre de la présente étude. Pour le moment, il importe de souligner que l'indemnisation fondée sur les pertes subies par chacun des investisseurs ayant transigé dans le marché secondaire ne doit pas, selon certains, constituer l'objectif premier d'un régime de responsabilité civile. Au Canada, le comité Allen a considéré que, dans le contexte du marché secondaire, l'adoption d'un modèle de législation axée sur l'indemnisation intégrale des investisseurs risquait d'imposer un fardeau financier excessif aux défendeurs et, en conséquence, de bouleverser le fonctionnement du marché<sup>62</sup>. Comme il le mentionne dans son rapport intérimaire paru en 1995: « This model would lead to the greatest number of potential plaintiffs, the greatest likelihood of injured persons being compensated and, arguably, the most effective deterrence due to the spectre of extensive liability. It would also, in our view, be more disruptive to Canada's capital markets than a deterrence driven model. »<sup>63</sup> Le comité a également fait remarquer que, dans le cas où un tribunal reconnaît la responsabilité d'un émetteur, l'ensemble des investisseurs qui détiennent des titres de cet émetteur assume indirectement le paiement des dommages, alors que l'émetteur ne retire, de fait, aucun bénéfice pécuniaire direct des transactions effectuées sur le marché secondaire<sup>64</sup>.

De l'avis du comité, l'objectif premier est d'assurer une dissuasion efficace auprès des contrevenants éventuels, tout en tenant compte des

---

<sup>61</sup> S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 28, p. 651.

<sup>62</sup> Voir le *Rapport intérimaire du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, paragr. 6.2, p. 58.

<sup>63</sup> *Id.*, p. 58.

<sup>64</sup> *Op. cit.*, note 38, p. 58, 59.

diverses constituantes dont les intérêts peuvent être touchés en raison d'une responsabilité excessive<sup>65</sup>. Comme nous le verrons plus en détail dans la troisième partie de notre texte, la réforme préconisée dans le *Rapport Allen* et dans les projets de loi qui ont suivi les recommandations du comité prévoient des limites au recouvrement des dommages, lesquelles tiennent compte de la capitalisation boursière des émetteurs et des revenus gagnés par les défendeurs, notamment les administrateurs, les dirigeants et les vérificateurs<sup>66</sup>.

Envisagé sous l'angle d'une approche contractuelle de la réglementation, l'établissement de limites au recouvrement des dommages fondées sur les revenus gagnés par les défendeurs trouve sa justification dans la reconnaissance d'une entente implicite selon laquelle les parties, tels les administrateurs, les dirigeants et les vérificateurs, s'engagent à fournir aux investisseurs une information véridique et entière pour réduire les coûts d'agence et les coûts de transaction<sup>67</sup>. En vertu de ce contrat implicite, les fournisseurs d'information, de même que les personnes appelées à vérifier la fiabilité de cette information reçoivent une compensation en échange de l'engagement de transparence qu'ils prennent à l'égard des investisseurs. Or, en cas de violation de cet engagement, les cocontractants poursuivis sont appelés à remettre la compensation reçue en échange de cet engagement. La question demeure,

---

<sup>65</sup> *Id.*; le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 41, 42, 59-61.

<sup>66</sup> Le *Rapport final du comité Allen*, *id.*, p. 68-71 ; en Ontario, voir les art. 138.7, 138.1 du régime ontarien ; pour le *Projet de loi uniforme* proposé par les ACVM, voir *supra* note 17, art. 9.32-9.34. En vertu du régime de responsabilité qui a été récemment intégré à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, notons que les limites à l'indemnisation ne s'appliquent pas en cas de faute intentionnelle ou caractérisée commise par le demandeur, autre que l'émetteur. Il en est de même pour le *Projet de loi uniforme* proposé par les ACVM. Pour l'Ontario, voir *supra* note 15, art. 138.7(2) du régime ontarien ; pour le *Projet de loi uniforme*, voir *supra* note 17, art. 9.34(2). Voir aussi *infra* le texte correspondant aux notes 212-216.

<sup>67</sup> C.H.H. DONALD, *loc. cit.*, note 3, p. 628, 636. Sous l'angle de l'analyse économique du droit, Donald considère que la relation existant entre les émetteurs, les dirigeants et les investisseurs s'apparente à une forme de « contrat spécialisé ». En vertu de ce contrat, les émetteurs et les dirigeants s'entendent pour divulguer l'information qui permettra aux investisseurs de surveiller la direction de l'entreprise et qui facilitera l'acquisition et la vente des titres en réduisant les coûts de transaction. Dans cette perspective, les autorités étatiques sont appelées à faciliter la conclusion de ces ententes en proposant un contrat modèle qui devrait servir à minimiser les coûts inhérents à l'élaboration et à la négociation du contrat entre les parties.

toutefois, de savoir si les limites prévues sont suffisamment élevées pour exercer une dissuasion suffisante, compte tenu de la difficulté de détection des violations et du taux relativement faible de poursuites et de condamnations dans ce secteur d'activités<sup>68</sup>.

À l'instar des auteurs des réformes préconisées au Canada, des auteurs américains critiquent également la reconnaissance du principe d'indemnisation intégrale fondée sur les dommages subis par chacun des investisseurs du marché secondaire, pour ensuite faire état des dangers d'une responsabilité illimitée que peut entraîner l'application de la législation fédérale sur les valeurs mobilières dans le cadre des recours civils fondés sur la divulgation d'informations inexacts<sup>69</sup>. Le professeur Langevoort, notamment, souligne que l'indemnisation potentielle de l'ensemble des investisseurs lésés risque, dans plusieurs cas, d'excéder le préjudice collectif résultant de la fraude dans la mesure où les pertes subies par le groupe lésé sont compensées par les gains du groupe gagnant<sup>70</sup>. Comme le précise l'auteur, cet argument est valable plus particulièrement dans un marché caractérisé par la présence d'investisseurs actifs qui possèdent un portefeuille diversifié et dont la somme des pertes et des gains s'annule à long terme, indépendamment des poursuites judiciaires<sup>71</sup>. L'auteur reconnaît, par ailleurs, l'existence

---

<sup>68</sup> Voir *infra* le texte correspondant aux notes 83-95.

<sup>69</sup> D.C. LANGEVOORT, «Capping Damages for Open-Market Securities Fraud», (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 639; le professeur Langevoort rappelle que l'American Law Institute a également proposé de limiter le recouvrement des dommages dans ce type d'actions, voir ALI, *Federal Securities Code*, 1980, art. 1704, 1705; voir aussi J.C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform : The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », *loc. cit.*, note 2, p. 345-353 : la proposition du professeur Coffee qui préconise aussi des limites au recouvrement des dommages porte uniquement sur la responsabilité des « gardiens » ou « *gatekeepers* », plus particulièrement celle applicable aux vérificateurs appelés à certifier la fiabilité de l'information financière. De son côté, le professeur Partnoy propose l'adoption d'un régime de responsabilité stricte en vertu duquel les gardiens pourraient limiter, de manière contractuelle, le montant des dommages qu'ils seraient appelés à payer. Voir F. PARTNOY, « Barbarians at the Gatekeepers ? : A Proposal for a Modified Strict Liability Regime », *loc. cit.*, note 2 ; la notion de « gardiens » renvoie aux intermédiaires indépendants chargés d'une mission de vérification et de certification pour le bénéfice des investisseurs. Sur cette notion de « *gatekeeper* », voir J.C. COFFEE, *id.*, p. 308-311.

<sup>70</sup> D.C. LANGEVOORT, *id.*, p. 646-648.

<sup>71</sup> *Loc. cit.*, note 69, p. 646, 647.

d'une perte nette potentielle pour les petits investisseurs inactifs tout en faisant valoir, du même coup, que les dommages subis par ces derniers sont relativement peu élevés et que les sommes qu'ils peuvent espérer recouvrer au terme d'un recours sont encore plus minimales<sup>72</sup>. Le professeur Langevoort rejoint également les commentaires du comité Allen en faisant également remarquer que les investisseurs assument indirectement une bonne part de l'indemnisation ordonnée par le tribunal, laquelle sert en grande partie à couvrir les honoraires des avocats<sup>73</sup>. Cette critique du système actuel amène ainsi l'auteur, comme d'autres de ses collègues, à privilégier un modèle de législation axée sur la dissuasion en proposant de limiter le montant des dommages<sup>74</sup>. Cette proposition n'a pas, toutefois, encore fait l'objet d'une réforme législative aux États-Unis, comme c'est le cas au Canada.

## 2.2 La fonction dissuasive

Tout comme les sanctions pénales ou administratives, les régimes de responsabilité civile peuvent exercer une fonction dissuasive en incitant les contrevenants potentiels à agir de manière diligente et intègre<sup>75</sup>. Selon une approche d'analyse économique, un auteur explique en ces termes la fonction du droit: « [a]s traditionally understood in law and economics, law serves to shape individuals' incentives to engage in, or desist from, certain conduct. It does so by means of legal sanctions directed at shaping their payoffs, and hence, their opportunity set»<sup>76</sup>. Récemment, la Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Cartaway*

---

<sup>72</sup> *Id.*, p. 647, 658.

<sup>73</sup> *Loc. cit.*, note 69, p. 648-650.

<sup>74</sup> *Id.*, p. 651 et suiv. ; pour les autres auteurs proposant des limites au recouvrement des dommages, voir *supra*, note 69.

<sup>75</sup> J.-L. BAUDOUIN, P. DESLAURIERS, *op. cit.*, note 58, p. 7, 8, parag. 12; E. MACKAAY, *loc. cit.*, note 58, p. 328-330..

<sup>76</sup> R.B. ADHIEH, «Law's Signal: A Cueing Theory of Law in Market Transition», Research Paper Series, No. 1, Février 2004, SSRN, [en ligne], <http://ssrn.com/abstract=442340>, (16 avril 2004), p. 25; concernant la fonction dissuasive des sanctions envisagées selon une analyse économique du droit, voir J.D. COX, «Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct», (1997) 60 *Law & Contemp. Probs.* 1, p. 2-8; M.A PERINO, «Enron's Legislative Aftermath: Some Reflexions on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002», (2002) 76 *St. John's L.Rev.* 671, p. 674-676.

*Resources Corp.*<sup>77</sup>, a expressément reconnu la fonction dissuasive des sanctions imposées par les commissions des valeurs mobilières en faisant référence à cette méthode d'analyse<sup>78</sup>. Tel que souligné dans la section précédente, les auteurs du Rapport Allen, paru en 1997, ont également mis l'accent sur la dissuasion en recommandant la mise en place d'un régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire<sup>79</sup>.

Suivant le modèle de l'acteur économique rationnel qui désire maximiser son bien-être, les régimes de responsabilité devraient, en principe, exercer cette fonction dissuasive dans la mesure où les coûts résultant d'une poursuite judiciaire et d'une condamnation dépassent les bénéfices que les personnes peuvent retirer d'un comportement illégal ou négligent<sup>80</sup>. Les coûts comprennent non seulement les coûts financiers directs, tels le paiement éventuel des dommages-intérêts imposés par un tribunal et les frais légaux, mais également les coûts indirects d'ordre économique, social et émotionnel<sup>81</sup>. Plus particulièrement, une action en justice risque de perturber le travail des individus poursuivis qui devront consacrer le temps et les énergies nécessaires pour préparer leur défense et pour témoigner devant le tribunal. La réprobation sociale qui résulte souvent d'une poursuite judiciaire peut aussi porter atteinte au statut et au prestige des défendeurs et éventuellement mettre en péril les perspectives de promotion, d'emploi et de revenus futurs de ces derniers<sup>82</sup>. L'atteinte à

---

<sup>77</sup> *Cartaway Resources Corp.*, 2004 CSC 26.

<sup>78</sup> *Id.*, parag. 52-62.

<sup>79</sup> Voir le *Rapport intérimaire du comité Allen*, *supra*, note 38, p. 58 et le *Rapport final du comité Allen*, *supra*, note 38, p. vii, 38-42.

<sup>80</sup> Concernant le modèle de l'acteur économique rationnel, J.D. COX, *loc. cit.*, note 76, p. 2-4; M.A PERINO, *loc. cit.*, note 76, p. 675, 676 ; notons que le professeur Cox expose également les critiques quant à l'adoption de ce modèle, voir *id.*, p. 4-8; concernant le choix rationnel, voir E. MACKAAY, *L'analyse économique du droit – Fondements*, Montréal, Éditions Thémis, p. 36-41; R. CRÊTE, S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions – Principes fondamentaux*, Montréal, Éditions Thémis, 2002, p. 64-68. Pour une critique de l'acteur économique rationnel, voir entre autres R. PRENTICE, «The Case of the Irrational Auditor: A Behavioral Insight into Securities Fraud Litigation», (2000) 95 *Nw.U.L.Rev.* 133.

<sup>81</sup> B. BLACK, B. CHEFFINS, M. KLAUSNER, «Outside Director Liability», 2003, Stanford Law School, Working Paper No. 250, [en ligne], [<http://papers.ssrn.com/abstract=382422>], (16 avril 2004), p. 44-48.

<sup>82</sup> J.D. COX, *loc. cit.*, note 76, p. 35, 36.

la réputation et les conséquences néfastes qui en découlent seront d'autant plus importantes si la poursuite fait l'objet d'une large couverture médiatique. Les défenseurs risquent aussi d'être affectés au plan social et émotionnel en raison des tensions, des inquiétudes et des conflits personnels qu'engendre un procès. La prise en considération par les vérificateurs des coûts associés à une poursuite judiciaire devrait, par conséquent, inciter ces derniers à se conformer aux normes applicables afin d'éviter de supporter ces coûts.

L'efficacité de la fonction dissuasive des régimes de responsabilité est toutefois tributaire de plusieurs autres facteurs, tels la probabilité de détection d'une violation, de même que le risque de poursuite et de condamnation<sup>83</sup>. Or, il n'est pas certain que le contentieux judiciaire impliquant les firmes de comptables soit suffisamment important pour susciter une crainte tangible de la part des professionnels. Plusieurs obstacles peuvent, en effet, dissuader les investisseurs d'intenter une poursuite. Un des premiers obstacles résulte de l'imprécision et de la complexité qui caractérisent les normes comptables et les processus de vérification<sup>84</sup>. Comme le souligne le professeur Coffee, le caractère imprécis et complexe de cette réglementation rend difficile, pour les investisseurs, la tâche de vérifier la qualité de l'information certifiée par les professionnels et de détecter les actes illégaux ou irréguliers<sup>85</sup>. Dans ce contexte, les vérificateurs bénéficient d'une grande latitude dans le choix de ces normes et dans leur application, ce qui diminue leur risque de responsabilité<sup>86</sup>. Même dans l'hypothèse où l'information est disponible, le manque d'expertise des investisseurs en matière comptable

---

<sup>83</sup> Concernant les problèmes de détection dans le contexte de la vérification, voir R. PRENTICE, *loc. cit.*, note 80, p. 189, 190; J.C. COFFEE, « The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », *loc. cit.*, note 2; S. M. O'CONNOR, « The Inevitability of Enron and the Impossibility of 'Auditor Independence' Under the Current Audit System », Working Paper, University of Pittsburg School of Law, [En ligne], 2002, [<http://ssrn.com/abstract=303181>] (24 septembre 2003); p. 65, 66 ; F. PARTNOY, « Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime », *loc. cit.*, note 2, p. 501-503.

<sup>84</sup> R. CRÊTE, J. BÉDARD, S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 3, p. 233, 236, 237, 260.

<sup>85</sup> *Supra*, note 83.

<sup>86</sup> J.C. COFFEE, « The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », *loc. cit.*, note 2; S.M. O'CONNOR, *loc. cit.*, note 83.

peut aussi expliquer la difficulté, pour ces derniers, de déterminer l'existence d'une information fautive ou trompeuse.

Le bénéfice qu'un investisseur peut espérer obtenir d'un jugement favorable à la suite d'une action en responsabilité risque également de ne pas suffire à compenser les coûts importants engendrés par une telle initiative, en raison des frais judiciaires et extrajudiciaires, ainsi que du temps consacré pour la préparation et la présentation de la demande<sup>87</sup>. Plus particulièrement à l'égard d'un actionnaire dont l'investissement dans la société est relativement faible, ce type d'analyse coût-avantage pourrait le dissuader de s'engager dans cette voie. Il en serait autrement toutefois pour les actionnaires importants, tels les investisseurs institutionnels dont l'activisme judiciaire est souvent fonction de l'importance économique de leurs investissements<sup>88</sup>. Il convient de noter également que la possibilité d'intenter un recours collectif représente un outil important qui peut faciliter l'accès à la justice et inciter les investisseurs à intenter une poursuite<sup>89</sup>. Comme le soulignaient les auteurs du *Rapport Allen* :

«[t]he loss incurred by each victim of a misrepresentation is not likely to be enough to warrant the financial and time commitments involved in pursuing a civil action, whereas the combined losses of all victims of a misrepresentation would likely provide the critical mass for a class action.»<sup>90</sup>

Au Québec, soulignons aussi que le représentant des demandeurs peut demander un soutien financier au Fonds d'aide aux recours collectifs pour l'acquittement des honoraires judiciaires et extrajudiciaires, les honoraires d'experts, les dépens et les autres dépenses utiles à la

---

<sup>87</sup> S.J. CHOI, « The Evidence on Securities Class Actions », Working Paper, 2004, School of Law, University of California, Berkeley, [En ligne] [<http://ssrn.com/abstract=528145>] (17-08-2004), p. 2.

<sup>88</sup> R. CRÊTE, S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations - Le reflet de la diversité des facteurs d'influence », (1997) 42 *McGill Law Journal* 3-102, p. 896-901.

<sup>89</sup> La procédure du recours collectif est prévue dans la législation du Québec (art. 999-1051 du *Code de procédure civile*), de l'Ontario (*Loi de 1992 sur les recours collectifs*, L.O. 1992, c. 6), de la Colombie-Britannique (*Class Proceedings Act*, R.S.B.C. 1996, c. 50) et de Terre-Neuve (*Class Actions Act*, S.N.L., 2001, c.-18.1).

<sup>90</sup> *Le Rapport final du comité Allen*, op. cit., note 38, p. 25, paragr. 4.1.

préparation ou à l'exercice du recours collectif<sup>91</sup>. Bien qu'il constitue un moyen procédural avantageux, le recours collectif demeure apparemment encore peu utilisé au Canada pour obtenir la réparation d'un préjudice subi en raison d'une violation des règles relatives au marché des valeurs mobilières<sup>92</sup>. À titre d'exemple, en Ontario, depuis la mise en place du régime de responsabilité civile spécifique au contexte du marché primaire des valeurs mobilières, il n'y a eu, à notre connaissance, qu'un seul jugement rendu à la suite d'un recours collectif intenté sur la base de ce régime et alléguant l'existence d'informations fausses ou trompeuses contenues dans un prospectus<sup>93</sup>. Plusieurs raisons d'ordre juridique, économique et social peuvent expliquer le nombre peu élevé de poursuites de cette nature<sup>94</sup>. Dans le contexte du marché secondaire, l'examen des

---

<sup>91</sup> Au Québec, tout « membre », tel que défini à l'art. 999 c) du *Code de procédure civile* du Québec peut exercer un recours collectif après avoir obtenu l'autorisation du tribunal; pour le soutien financier, voir l'art. 29 de la *Loi sur le recours collectif*, L.R.Q., c. R-2.1. Au sujet de la procédure du recours collectif, voir entre autres P.G. UNTERBERG, F. LEBEAU, « Recours collectif des actionnaires et investisseurs au Québec, que nous réserve l'avenir? », *Développements récents en droit des actionnaires*, Service de la Formation permanente, Barreau du Québec, 1999, 95.

<sup>92</sup> P.G. UNTERBERG, F. LEBEAU, *id.*, p. 95, 96; Dans son rapport final publié en 1997, le comité Allen indiquait qu'un nombre approximatif de 16 recours collectifs (indépendamment du secteur d'activités) sont intentés annuellement depuis l'adoption de la loi ontarienne sur les recours collectifs en 1992 ; au Québec, le taux annuel serait de 30 recours collectifs pour une période de 12 ans ; en Colombie-Britannique, seulement huit ou neuf recours auraient été intentés depuis la mise en vigueur de la loi en 1995. Voir le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 30. Pour des données anecdotiques sur les poursuites intentées contre les vérificateurs, voir W. Z. ESTEY, *La responsabilité proportionnelle et les vérificateurs canadiens*, mémoire préparé pour le Groupe de travail sur la responsabilité professionnelle de l'Institut Canadien des Comptables Agréés, 23 janvier 1996, reproduit dans BARREAU DU QUÉBEC, *Vers de nouveaux modes d'exercice professionnel*, Rapport-synthèse du Groupe de travail sur l'exercice des professions en sociétés, vol. II, juin 2000, Annexe J. En 1994, la presse a fourni certains chiffres provenant de quelques grands cabinets canadiens qui faisaient l'objet de poursuites civiles, voir G. JEFFREY, « Accountants Want Relief From Legal Nightmare », *Financial Post*, 29 avril 1994, p. 12.

<sup>93</sup> *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2004] O.J. No. 1916 (Ont. S.C.). L'art. 130 de la loi ontarienne prévoit un recours civil en cas d'informations fausses ou trompeuses contenues dans un prospectus. Pour les versions antérieures de la loi ontarienne prévoyant un régime de responsabilité civile dans le contexte du marché primaire, voir *An Act to revise The Securities Act*, S.O. 1978, c. 47 ; *The Securities Act*, R.S.O. 1970, c. 426.

<sup>94</sup> À l'égard des vérificateurs, les recherches en droit font ressortir des obstacles de nature substantielle et procédurale. Voir entre autres A. ANAND, « Shareholder

conditions d'application des régimes de responsabilité civile en droit commun peut, en partie, expliquer le faible degré d'activisme judiciaire de la part des investisseurs canadiens<sup>95</sup>.

Aux États-Unis, le nombre de poursuites civiles intentées dans le domaine des valeurs mobilières apparaît plus important comparativement au contentieux judiciaire canadien<sup>96</sup>. En cette matière, le recours collectif semble aussi constituer la voie privilégiée pour les investisseurs américains qui recherchent une indemnisation sur la base d'allégations d'informations fausses ou trompeuses contenues dans les documents publiés par les sociétés ouvertes<sup>97</sup>. Selon une étude empirique publiée par Cornerstone Research en 2003, le nombre de recours collectifs intentés en vertu de la législation fédérale américaine sur les valeurs mobilières, de 1996 à 2003, s'élève en moyenne à 192 par année<sup>98</sup>. Plusieurs des actions aboutissent à des règlements hors cour dont le montant moyen obtenu par

Isolation and the Regulation of Auditors », (2004) 54 *U. Tor. L. J.* 1; J. BLACKIER, M. PASKELL-MEDE, Auditor Liability in Canada : the Past, Present and Future », (1999) 48 *U.N.B.L.J.* 65; L. KHOURY, « The Liability of Auditors beyond Their Clients : A Comparative Study », (2001) 46 *McGill L.R.* 413; J.-C. RENÉ, « La responsabilité professionnelle des comptables : l'état de la jurisprudence québécoise à la lumière des préoccupations de la Cour suprême du Canada » dans *La responsabilité civile des courtiers en valeurs mobilières et des gestionnaires de fortune : aspects nouveaux*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1999, 177; S. ROUSSEAU. R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 28; pour les obstacles de nature procédurale, les auteurs font ressortir entre autres ceux liés à l'exercice du recours collectif : voir J.A. CAMPION, « Misrepresentations in Class Proceedings : The Cardozo Nightmare? » dans *Selected Topics in Corporate Litigation*, papers presented at the 7th Queen's Annual Business Law Symposium, 2000, 69 [En ligne] [[http://law.queensu.ca/Business\\_Law\\_Symposium/qabls2000.pdf](http://law.queensu.ca/Business_Law_Symposium/qabls2000.pdf)] (16-10-2004); P.G. UNTERBERG, F. LEBEAÛ, *loc. cit.*, note 91.

<sup>95</sup> *Id.*

<sup>96</sup> PWC, 2003 *PricewaterhouseCoopers Securities Litigation Study*, [En ligne] [[http://www.10b5.com/2003\\_study.pdf](http://www.10b5.com/2003_study.pdf)] (17-08-2004), p. 3; pour des données empiriques sur les recours collectifs en cette matière, voir aussi CORNERSTONE RESEARCH, *op. cit.*, note 46.

<sup>97</sup> *Id.*

<sup>98</sup> CORNERSTONE RESEARCH, *op. cit.*, note 46, p. 2; pour sa part, l'étude du professeur Perino révèle qu'un nombre moyen de 241 émetteurs ont été poursuivis de 1996 à 2001 dans le cadre de recours collectifs intentés devant une cour fédérale : M.A. PERINO, « Did the Private Securities Litigation Reform Act Work? », (2003) *U. Ill. L. Rev.* 913, p. 930. Pour d'autres données empiriques, voir aussi *op. cit.*, note 96, p. 3.

règlement, pour la période de 1996 à 2003, s'élève à 18,6 millions de dollars<sup>99</sup>. Il y a lieu de noter, par contre, que les montants obtenus dans ces règlements ne représentent qu'un très faible pourcentage des dommages apparemment subis par les investisseurs, selon les estimations des chercheurs<sup>100</sup>.

Au cours des années 90, cette activité judiciaire dans le secteur des valeurs mobilières a soulevé un vif débat parmi les intervenants intéressés<sup>101</sup>. Les émetteurs (principalement les sociétés de haute technologie) et les professionnels (plus particulièrement les grands cabinets de comptables) ont pressé le gouvernement d'intervenir en exprimant leurs inquiétudes au sujet de la prolifération (réelle ou présumée) des poursuites abusives («*strike suits*»), c'est-à-dire des poursuites sans fondement intentées sous forme de recours collectifs et alléguant la divulgation d'informations fausses ou trompeuses et ce, dans le but d'extorquer un règlement hors cour<sup>102</sup>. Certains évoquaient alors

---

<sup>99</sup> L'étude de Simmons et de Ryan porte sur 503 règlements conclus de 1996 à 2003. Voir L.E. SIMMONS, E.M. RYAN, *Post-Reform Act Securities Lawsuits – Settlements Reported Through December 2003*, Cornerstone Research, [En ligne] [[http://securities.cornerstone.com/pdfs/2003\\_Settlements.pdf](http://securities.cornerstone.com/pdfs/2003_Settlements.pdf)] (19-08-2004), p. 2; pour des données statistiques sur les règlements hors cour dans le secteur des valeurs mobilières, voir aussi M.BAJAJ, S.C. MAZUMDAR, A. SARIN, « Securities Class Actions Settlements: An Empirical Analysis, 16 nov. 2000, [En ligne] [[http://securities.stanford.edu/research/studies/20001116\\_SSRN\\_Bajaj.pdf](http://securities.stanford.edu/research/studies/20001116_SSRN_Bajaj.pdf)]. Parmi les règlements les plus importants obtenus récemment, l'étude de Cornerstone Research cite le cas des sociétés Cendant avec un montant de 3,5 milliards de dollars, Lucent Technologies pour un montant de 563 millions de dollars et Bank of America pour un montant de 490 millions de dollars : STANFORD LAW SCHOOL, *Securities Class Action Clearing, Post-Reform Securities Case Settlements – Securities Fraud “Top Ten Mega-Settlements” List*, [En ligne] [[http://securities.stanford.edu/top\\_ten\\_list.html](http://securities.stanford.edu/top_ten_list.html)] (17-08-2004).

<sup>100</sup> Pour les 400 règlements conclus de 1996 à 2002, les montants moyens obtenus ne correspondent qu'à 4,4% des dommages estimés : L.E. SIMMONS, E.M. RYAN, *op. cit.*, note 99, p. 5.

<sup>101</sup> M.A. PERINO, *loc. cit.*, note 98, p. 918-923 ; J.W. AVERY, « Securities Litigation Reform : The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 », (1996) 51 *Bus. Law.* 335, p. 335-340; R.H. WALKER, D.M. LEVINE, A.C. PRITCHARD, « The New Securities Class Action: Federal Obstacles, State Detours », (1997) 39 *Ariz. L. Rev.* 641, p. 645, 646.

<sup>102</sup> M.A. PERINO, *id.*, p. 920, 921; J.W. AVERY, *id.*; R.H. WALKER *et autres, id.*; S.J. CHOI, *loc. cit.*, note 87, p. 4; au Canada, la Cour supérieure de l'Ontario a refusé d'approuver un règlement hors cour après avoir conclu à l'existence d'une poursuite abusive, voir *Epstein c. First Marathon*, [2000] O.J. No. 452. Dans cette

l'existence d'une « crise du contentieux » en pointant du doigt les avocats qui, prétendait-on, intentaient des poursuites de manière systématique contre les sociétés dont le prix des actions venait de subir une baisse importante sur les marchés boursiers et ce, indépendamment du mérite de l'action<sup>103</sup>. Les critiques faisaient valoir que les principaux bénéficiaires de ces litiges étaient les avocats qui retiraient des honoraires considérables à la suite des règlements hors cour conclus entre les parties<sup>104</sup>.

Convaincu par les groupes d'intérêts de la nécessité d'agir, le Congrès américain a adopté la loi intitulée, *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*<sup>105</sup>, dans le but de prévenir les recours collectifs sans fondement, notamment en imposant aux plaignants un fardeau de preuve plus élevé et en retenant le principe de la responsabilité proportionnelle dans le cadre des demandes d'indemnisation à la suite de violations aux lois fédérales relatives au marché des valeurs mobilières<sup>106</sup>. Les pressions exercées par les groupes d'intérêt, les rapports préparés par les instances

décision, la Cour fait état de l'expérience américaine sur les poursuites abusives, voir paragr. 41-52.

<sup>103</sup> M.A. PERINO, *loc. cit.*, note 98, p. 920, 921, sur les perceptions de l'existence d'une crise du contentieux, voir J.W. AVERY, *loc. cit.*, note 101, p. 339, 340. Aux États-Unis, la problématique des poursuites abusives a fait l'objet d'une littérature considérable. À ce sujet, voir entre autres les articles suivants : J. COOPER ALEXANDER, « Do the Merits Matter ? A Study of Settlements in Securities Class Actions », (1991) 43 *Stan. L. Rev.* 497; J. SELIGMAN, « The Merits Still Matter : A Rejoinder to Professor Grundfest's Comment, Why Disimply ? » (1995) 108 *Harv. L. Rev.* 748; S.J. CHOI, *loc. cit.*, note 87; S.J. CHOI, «Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?», Research Paper, juin 2004, [En ligne] [[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=558285](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558285)] (10 sep. 2004).

<sup>104</sup> M.A. PERINO, *id.*, p. 919-921; R.H. WALKER *et autres*, *loc. cit.*, note 101, p. 644-646. Pour un exemple canadien, voir *Epstein c. First Marathon Inc.*, précité, note 102, paragr. 67.

<sup>105</sup> Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737.

<sup>106</sup> Au sujet de cette réforme, voir J. C. COFFEE, « The Future of the Private Securities Litigation Reform Act: Or, Why the Fat Lady Has Not Yet Sung », (1996) 51 *Bus. Law.* 975; M. HARRISON, « The Assault on the Liability of Outside Professionals: Are Lawyers and Accountants Off the Hook? », (1996-1997) 65 *U. Cin. L. Rev.* 473 ; W. S. LERACH, « “The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 – 27 Months Later» : Securities Class Action Litigation under the Private Securities Litigation Reform Act's Brave New World », (1998) 76 *Wash. U. L. Q.* 597; J. SELIGMAN, «The Private Securities Reform Act of 1995», (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 717.

gouvernementales américaines et la réforme qui en a résulté ont également trouvé écho au Canada où les autorités régulatrices ont jugé nécessaire d'adopter certaines mesures législatives semblables en vue de prévenir les abus dans l'utilisation des régimes de responsabilité civile<sup>107</sup>.

Depuis l'adoption de la loi fédérale américaine, l'intérêt porté à cette problématique par les auteurs n'a pas cessé, comme en témoignent les diverses recherches empiriques publiées aux États-Unis et portant sur le contentieux judiciaire en valeurs mobilières et sur les effets de cette réforme<sup>108</sup>. Certaines recherches suggèrent que les nouvelles dispositions législatives n'ont pas eu pour effet de réduire le nombre de poursuites mais qu'elles semblent avoir contribué à diminuer le risque de poursuites frivoles<sup>109</sup>. Des données récentes montrent également qu'un nombre peu élevé de vérificateurs font l'objet de poursuites dans le cadre des recours

---

<sup>107</sup> En Ontario, le nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire et intégré à la loi sur les valeurs mobilières abandonne le principe de la responsabilité solidaire entre les défendeurs pour retenir la responsabilité proportionnelle, sauf en cas de manquements intentionnels. Ces amendements prévoient aussi des limites au montant des dommages-intérêts susceptibles d'être alloués et exigent l'obtention d'une autorisation préalable du tribunal pour intenter la poursuite. Voir *infra* la partie 3 de notre texte. De même, dans le but de limiter la portée des régimes de droit commun en matière de responsabilité civile, la législation canadienne sur les sociétés par actions a été modifiée en 2001 par l'intégration d'un régime de responsabilité proportionnelle en cas de poursuites fondées sur une perte financière, c'est-à-dire une perte financière découlant d'une omission, inexactitude ou erreur dans les renseignements financiers que doit produire une société en vertu de cette loi. Voir le chapitre XIX.1 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C., 1985, c. C-44 qui introduit les articles 237.1-237.9. Pour une discussion des considérations de principe, voir CANADA, Comité sénatorial des banques et du commerce, « *Responsabilité Solidaire et Professions Libérales* », mars 1998, [En ligne], [<http://www.parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/report09mar98-f.htm>], (28 février 2004).

<sup>108</sup> Sur le contentieux judiciaire en matière de recours collectifs dans le secteur des valeurs mobilières, voir CORNERSTONE RESEARCH, *op. cit.*, note 46; PWC, *op. cit.*, note 96; pour les recherches empiriques sur les effets de la loi *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, voir M.A. PERINO, *loc. cit.*, note 98; S.J. CHOI, *loc. cit.*, note 87.

<sup>109</sup> Concernant le nombre de poursuites, voir M.A. PERINO, *id.*, p. 929-935; concernant la diminution des poursuites frivoles, voir MF. JOHNSON, K.K. NELSON, A.C. PRITCHARD, « Do the Merits Matter More? Class Actions under the Private Securities Litigation Reform Act », Working Paper, [En ligne] [[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=349500](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=349500)] (17-08-2004); concernant les effets de l'adoption de la *Private Securities Litigation Reform Act*, voir S.J. CHOI, « Do the Merits Matter Less... », *loc. cit.*, note 103.

collectifs fondés sur l'existence d'informations fausses ou trompeuses<sup>110</sup>. Au cours de l'année 2002, ces professionnels n'apparaissent comme défendeurs que dans une faible proportion des recours, soit 6% des actions intentées en vertu de la législation fédérale américaine, alors qu'en 2003, la proportion est de 5%<sup>111</sup>. Pour les investisseurs, la question demeure donc de savoir si les recours civils, dans l'hypothèse d'un jugement favorable ou d'un règlement hors-cour, rencontrent les objectifs de réparation et de dissuasion envisagés au départ<sup>112</sup>.

### 2.3 Les fonctions expressive et pédagogique

Outre leurs fonctions de réparation et de dissuasion, les régimes de responsabilité civile peuvent également contribuer à l'expression et au renforcement des normes sociales en précisant les standards de conduite applicables aux personnes réglementées. Comme le soulignent les auteurs, les lois et les décisions judiciaires exercent des fonctions expressive et pédagogique en transmettant des signaux ou des messages qui peuvent inciter les acteurs intéressés à se conformer à ces standards<sup>113</sup>. Selon les termes de la professeure Frison-Roche : « [à] cette aune, la finance est une source qui absorbe des messages »<sup>114</sup>.

Dans sa fonction expressive, la législation relative aux valeurs mobilières sert à mettre en évidence les valeurs de transparence et d'intégrité qui devraient guider le comportement des acteurs intéressés dans ce marché. Les efforts entrepris par l'État en vue de convaincre ces acteurs de l'importance de ces valeurs peuvent, du même coup, donner ou redonner confiance au public investisseur. Dans son examen de la loi

---

<sup>110</sup> CORNERSTONE RESEARCH, *op. cit.*, note 46, p. 15.

<sup>111</sup> *Id.*

<sup>112</sup> Voir entre autres l'étude du professeur Choi qui s'interroge sur l'opportunité des avocats qui représentent les demandeurs dans les recours collectifs, voir S.J. CHOI, *loc.cit.*, note 87, p. 43-46.

<sup>113</sup> M. A. EISENBERG, « Corporate Law and Social Norms », (1999) 99 *Colo. L. Rev.* 1253; L. LESSIG, «The New Chicago School», (1998) 27 *J. Leg. St.* 661; C.R. SUNSTEIN, «On the Expressive Function of Law», (1996) 144 *U. Pa. L. Rev.* 2021; D.M. KAHAN, «Social Influence, Social Meaning, and Deterrence», (1997) 83 *Va. L. Rev.* 349.

<sup>114</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, *op. cit.*, note 1, p. 42, paragr. 52.

*Sarbanes-Oxley* adoptée en 2002 à la suite des scandales financiers aux États-Unis, le professeur Cunningham reconnaît justement cette fonction expressive, tout en remettant en question, par ailleurs, les qualificatifs de « réforme majeure » attribués à cette loi. Comme il le souligne :

« But the rhetoric accompanying it (*the Sarbanes-Oxley Act*), echoed dutifully throughout America power centers, will on its own stiffen spines throughout corporate America, promote the ability of those with integrity to deter (perhaps educate) those lacking it and, thus, to provide underlying fairness on which public investors may justifiably rely and in which they may place earned trust and confidence»<sup>115</sup>.

Tout comme le législateur, les tribunaux peuvent également jouer un rôle important dans l'exercice de ces fonctions expressive et pédagogique. À titre d'exemple, dans le domaine du droit des valeurs mobilières, le jugement marquant rendu, en 1968, par un tribunal de première instance de l'État de New York dans l'affaire *Escott v. Barchris Construction Corp.*<sup>116</sup> a, sans doute, rempli de telles fonctions tant aux États-Unis qu'au Canada, notamment à l'égard des vérificateurs appelés à effectuer une vérification diligente dans le cadre d'un appel public à l'épargne<sup>117</sup>. Cette décision est venue préciser le sens et la portée des obligations de diligence applicables aux administrateurs d'un émetteur, de même qu'aux courtiers et aux vérificateurs impliqués dans la préparation d'un prospectus en vue d'une émission publique de débentures. À la suite d'un recours en responsabilité civile fondé sur l'existence d'informations fausses et trompeuses dans le prospectus, le tribunal a considéré que les défendeurs avaient failli à leurs obligations de diligence dans la préparation de ce document qu'il a jugé faux et trompeur. De l'avis de la Cour, les courtiers et les vérificateurs auraient dû faire preuve de scepticisme et s'assurer de la véracité des informations fournies par les dirigeants en effectuant une enquête plus approfondie<sup>118</sup>. À l'égard des vérificateurs plus particulièrement, le tribunal a pris en considération les

---

<sup>115</sup> L.A. CUNNINGHAM, «The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And it Might Just Work)», (2003) 35 *Conn. L. Rev.* 915, p. 987, 988.

<sup>116</sup> *Escott v. Barchris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>117</sup> Au Canada, la décision rendue dans *Escott c. Barchris Construction* est citée notamment dans J. C. SMART, «Disclosure Standards in Canada», (1996) 19 *OSCB* 221, p. 234, note 100.

<sup>118</sup> *Id.*, p. 692-709.

directives recommandées par le cabinet de vérificateurs visé par la poursuite et par les associations professionnelles pour apprécier le respect des obligations de diligence dans la vérification des états financiers<sup>119</sup>. Par l'imposition d'une sanction civile, ce jugement a ainsi renforcé des normes sociales élaborées dans un processus d'autoréglementation en leur conférant une force contraignante.

Il convient de souligner que les autorités régulatrices en valeurs mobilières, par l'adoption de règles particulières et d'énoncés de politique, ainsi que par leurs décisions administratives et par leurs avis, contribuent également à diffuser et à préciser les messages exprimés par le législateur et par les tribunaux<sup>120</sup>. De même, les signaux transmis par la législation et la jurisprudence font aussi l'objet d'une diffusion de plus en plus importante grâce aux services offerts par les cabinets et les associations de professionnels qui publient régulièrement des bulletins (*newsletters*) et organisent des conférences à l'intention de leurs clients<sup>121</sup>. Dans ces diverses communications, les cabinets et les associations commentent les réformes législatives et les décisions les plus importantes, de même qu'ils évaluent les impacts potentiels de celles-ci, pour ensuite souligner les changements qui pourraient s'avérer nécessaires afin de prévenir des contestations ultérieures<sup>122</sup>.

---

<sup>119</sup> Précitée, note 116, p. 703.

<sup>120</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, *op. cit.*, note 1, p. 42-56. Comme exemples de messages transmis par les décisions rendues par les autorités en valeurs mobilières, voir les décisions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans *Standard Trustco Limited*, (1992) 15 *OSCB* 4322 (retrait des dispenses accordées à des membres de la direction de Standard Trustco à la suite de la divulgation d'informations fausses ou trompeuses dans les documents d'information continue); *YBM Magnex International Inc.*, (2003) 26 *OSCB* 5285.

<sup>121</sup> Voir à titre d'exemple « Legal cases of interest for auditors » dans le site de l'Institut canadien des comptables agréés [En ligne] ([http://www.cica.ca/index.cfm/ci\\_id/3770/la\\_id/1.htm](http://www.cica.ca/index.cfm/ci_id/3770/la_id/1.htm)) [4 août 2004].

<sup>122</sup> En matière de divulgation d'information, voir les commentaires du cabinet Fasken Martineau au sujet du recours collectif intenté contre la société Danier Leather Inc., FASKEN MARTINEAU, « The Danier Leather Case », *Securities Litigation Bulletin*, juin 2004, [En ligne] ([http://www.fasken.com/web/fmdwebsite/french.nsf/AllDocSearch/ED8CE74B3CB19DB785256EE70071B020/\\$File/SECLITIGATION\\_JUN04.PDF](http://www.fasken.com/web/fmdwebsite/french.nsf/AllDocSearch/ED8CE74B3CB19DB785256EE70071B020/$File/SECLITIGATION_JUN04.PDF)) (9 août 2004); FASKEN MARTINEAU, « Underwriters' Liability For the Contents of a Prospectus and Their Due Diligence Defence : The Danier Decision Prompts a Review and Confirms the Importance of U.S. Guidance », *Securities and Mergers & Acquisitions Bulletin*, octobre 2004, [En

À titre d'exemple, dans un texte de plus de 70 pages, paru en 2003, un grand cabinet d'avocats canadiens examine en détail le contenu du nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire et intégré à la loi ontarienne des valeurs mobilières. Dans ce guide, le cabinet suggère à ses clients de mettre en place ou de revoir leurs politiques et leurs mécanismes de contrôle de l'information de manière à se conformer à la loi<sup>123</sup>. À l'intention des vérificateurs, le texte rappelle également le contenu des nouvelles règles énoncées dans le *Manuel de l'ICCA* qui précisent les procédures suggérées pour prévenir les fraudes et les erreurs dans la vérification des états financiers<sup>124</sup>. Le respect de ces normes professionnelles peut ainsi réduire le risque de poursuite ou, en cas de litige, permettre aux vérificateurs de bénéficier de la défense de diligence raisonnable<sup>125</sup>. De même, dans un de ses récents bulletins intitulés *Securities Litigation Bulletin* et disponibles sur Internet, une autre firme canadienne commente la décision récente rendue dans l'affaire *Danier Leather*, où la Cour supérieure a accueilli un recours collectif intenté par des investisseurs contre la société Les Cuir Danier et deux de ses dirigeants pour avoir divulgué une information financière prospective trompeuse dans le prospectus utilisé aux fins d'un appel public à l'épargne<sup>126</sup>. Après avoir fait un compte rendu détaillé de la décision, les auteurs de ce bulletin attirent l'attention du lecteur sur les principaux manquements qui pourraient donner lieu à des poursuites similaires contre les émetteurs et leurs mandataires. Outre les conseils qu'ils diffusent dans des bulletins ou des guides destinés à leurs clients

---

ligne]

[[http://www.fasken.com/web/fmdwebsitesfrench.nsf/AllDoc/794E080CE226287E85256F40005F9E8E/\\$File/SECMA\\_OCT04.PDF](http://www.fasken.com/web/fmdwebsitesfrench.nsf/AllDoc/794E080CE226287E85256F40005F9E8E/$File/SECMA_OCT04.PDF)] (4 novembre 2004); en matière de gouvernance des entreprises et de responsabilité des administrateurs, voir à titre d'exemple, le commentaire du cabinet de Torys au sujet de la décision rendue par la Cour d'appel de l'Ontario dans *ADGA Systems International Ltd. c. Valcom Ltd.*, (1999) 43 O.R. (3d) 101 (C.A.): [En ligne] (<http://www.torys.com/publications/index.html>) [4 juin 2004].

<sup>123</sup> STIKEMAN ELLIOTT, *Litigation Unleashed – A Guide to Ontario's Proposed Secondary Market Liability Regime*, Toronto, juillet 2003, p. 31-33; OSLER, HOSKIN & HARCOURT, «Les modifications de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario annoncent une vague de recours collectifs d'actionnaires », *Perspectives Osler*, hiver 2003, p. 2, 7.

<sup>124</sup> STIKEMAN ELLIOTT, *id.*, p. 34, 35.

<sup>125</sup> Art. 138.4 (7)h) LVM (Ontario).

<sup>126</sup> *Kerr c. Danier Leather Inc.*, précitée, note 93.

actuels ou éventuels, les cabinets d'avocats offrent des séminaires de formation et des avis personnalisés pour faciliter la mise en place de mesures préventives en vue d'assurer le respect des obligations légales<sup>127</sup>.

En résumé, l'établissement et l'application d'un régime de responsabilité civile, comme celui envisagé par les autorités régulatrices canadiennes, peuvent, d'une part, servir comme instrument de réparation et de dissuasion, et d'autre part, constituer un moyen d'expression de valeurs et de pratiques susceptibles d'influer de manière positive sur le comportement des vérificateurs.

### **3. Structure et contenu du régime restreint de responsabilité civile adapté au marché secondaire des valeurs mobilières**

#### **3.1 Le contexte de la réforme canadienne**

Au Canada, les premières initiatives en vue de l'adoption d'un régime de responsabilité civile spécifique au contexte du marché secondaire remonte à plus de trois décennies. Déjà, en 1979, les auteurs de l'*Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières* proposaient de réévaluer le champ d'application des régimes particuliers de responsabilité civile prévus dans la réglementation pour y inclure les violations survenant dans le contexte du marché secondaire<sup>128</sup>. Bien que leur recommandation n'ait pas eu de suite en raison de l'abandon du projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières, cette proposition ne demeura pas lettre morte. Quelques années plus tard, en 1984, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a soumis un projet d'amendements à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières qui prévoyait un régime de responsabilité civile spécifique au marché secondaire<sup>129</sup>. Pour sa part, le gouvernement

---

<sup>127</sup> STIKEMAN ELLIOTT, *op. cit.*, note 123, p. 37.

<sup>128</sup> CANADA, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 2, Ottawa: Consommation et corporations Canada, 1979, p. 294-298. Deux des quatre rédacteurs du projet de loi, soit Warren Grover et John Howard, étaient toutefois opposés à la création d'un recours en responsabilité civile visant les informations divulguées sur le marché secondaire.

<sup>129</sup> «Civil Liability for Continuous Disclosure Documents Filed under the Securities Act — Request for Comments», (1984) 7 *OSCB*. 4910; «Rapport du comité de réforme du régime d'information continue», (1986) 27:14 *Bull. C.V.M.Q.* C-1.

québécois, dans le Rapport quinquennal sur la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières, paru en 1993, envisageait de créer un régime particulier de responsabilité civile en vue de protéger les petits investisseurs<sup>130</sup>. Toutefois, aucun de ces projets n'a alors fait l'objet d'amendements législatifs.

Le débat fut relancé en 1994 par les auteurs du rapport Dey qui recommandaient de porter une attention particulière à cette problématique<sup>131</sup>. Pour donner suite à cette recommandation, la Bourse de Toronto a créé un comité présidé par Thomas Allen, dont le rapport paru en 1997 a proposé l'adoption d'un régime restreint de responsabilité en cas de violation à la réglementation en matière d'information continue<sup>132</sup>. Peu après la publication de ce rapport, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont soumis un projet qui s'inspirait des propositions soumises par le comité Allen<sup>133</sup>.

La réforme envisagée tant par le comité Allen que par les ACVM n'a pas fait, cependant, consensus auprès des acteurs intéressés. Le projet a certes reçu l'appui des bénéficiaires éventuels de la législation, comme les investisseurs institutionnels, mais il n'en fut pas de même pour les émetteurs, les dirigeants, les administrateurs et les professionnels qui

---

<sup>130</sup> QUÉBEC, Ministère des Finances, *Rapport quinquennal sur la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières*, décembre 1993, p. 53-57.

<sup>131</sup> TORONTO STOCK EXCHANGE, Committee on Corporate Governance in Canada, *Where Were the Directors*, Toronto, 1994 p. 49-50. Voir aussi E.J. WAITZER, «Making Continuous Disclosure Work Better», (1994) 17 *O.S.C.B.* 242.

<sup>132</sup> Le *Rapport final du Comité Allen*, *op. cit.*, note 38. Au sujet de ce rapport et des suites données à celui-ci, voir J.S. PERCIVAL, «Statutory Civil Liability and Securities Class Actions : A Balanced Antidote to the Excesses of the Enron Era ? » dans P. PURI, J. LARSEN (dir.), *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham, LexisNexis Butterworths, 2004, 259, 276-290.

<sup>133</sup> En 1998, un comité est constitué des commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec. Une première version de ce projet de loi élaboré par le comité est publiée pour commentaires, en 1998, par les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de l'Ontario : « Civil Liability for Continuous Disclosure », (1998)21 *OSCB* 3367. Une version révisée de ce projet est publiée en 2000 : ACVM 53-302, *Report of the Canadian Securities Administrators – Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of « Material Fact » and « Material Change »*, 3 novembre 2000, [En ligne] [[http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/csa\\_20001103\\_53-302.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/csa_20001103_53-302.pdf)] (25 août 2004).

étaient susceptibles éventuellement de faire l'objet d'une poursuite. Avec l'assistance de grands cabinets d'avocats, plusieurs ont manifesté une forte opposition à ce projet d'envergure<sup>134</sup>. Certains remettaient en question l'opportunité d'une telle réforme en soulignant l'absence d'une preuve claire de l'existence d'un problème de transparence, tout en faisant valoir le caractère approprié des recours actuels de droit commun<sup>135</sup>. D'autres appréhendaient les effets néfastes que pourrait entraîner la mise en place d'un régime de responsabilité. Plus particulièrement, les critiques craignaient que la législation ait pour effet de réduire la qualité et la quantité d'information diffusée de manière volontaire par les émetteurs qui voudraient diminuer ainsi le risque de poursuite<sup>136</sup>. Les opposants à la réforme s'appuyaient également sur l'expérience réelle ou présumée du contentieux américain pour signaler le risque d'une multiplication des poursuites abusives<sup>137</sup>.

L'opposition manifestée contre la réforme n'a pu, par contre, réussir à convaincre les autorités régulatrices à abandonner le projet. Depuis les récents scandales qui ont ébranlé les marchés financiers, la législature ontarienne a franchi une étape supplémentaire en intégrant un régime particulier de responsabilité civile dans le cadre du projet de loi 198 adopté en 2002 mais dont les dispositions pertinentes à ce régime ne sont pas encore en vigueur<sup>138</sup>. Dans la même perspective, au printemps 2002, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, incluant l'Autorité québécoise, ont entrepris un projet d'harmonisation de la législation en valeurs mobilières qui a donné lieu à l'élaboration et à la publication, en

---

<sup>134</sup> Les commentaires des acteurs intéressés ont été publiés dans le document suivant : TORONTO STOCK EXCHANGE, *Comment Letters Received by the Committee on Corporate Disclosure*, Toronto, 1997. Pour un compte rendu des critiques, voir le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 7-16; S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *L'opportunité de l'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile*, rapport préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec, 24 février 1999, p. 2-17; ACVM, *Ébauche des lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 30 janvier 2003, p. 55

<sup>135</sup> *Rapport final du comité Allen*, *id.*, p. 8-12.

<sup>136</sup> *Id.*, p. 13; S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *op. cit.*, note 134, p. 2-7

<sup>137</sup> *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 14; S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *id.*, p. 8-15; ACVM, *Ébauche des lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, *op. cit.*, note 134, p. 55.

<sup>138</sup> Voir *supra* note 15.

décembre 2003, de la *Loi uniforme sur les valeurs mobilières*<sup>139</sup>. La partie 9 de ce projet introduit un régime de sanctions civiles semblable au nouveau régime de responsabilité civile intégré à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières. Parallèlement à ce projet d'harmonisation, la législature de la Colombie-Britannique a entamé, en 2002, une réforme de sa législation en valeurs mobilières<sup>140</sup>. Ce travail de réforme a abouti à l'adoption, en mai 2004, d'une nouvelle loi sur les valeurs mobilières qui intègre un régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire<sup>141</sup>.

L'ensemble de ces initiatives modifiera, de manière importante, l'environnement juridique dans lequel évoluent les comptables appelés à vérifier l'information financière divulguée auprès des investisseurs du marché secondaire. Dans les lignes qui suivent, notre attention portera sur ces textes législatifs afin de mieux saisir les objectifs et les orientations de cette réforme majeure qui, si elle est mise en vigueur, s'appliquera à un grand nombre d'acteurs canadiens et étrangers<sup>142</sup>.

En raison de la grande similitude entre le régime ontarien et le projet envisagé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, nous retiendrons l'expression « réforme canadienne » pour rendre compte du contenu de ces deux sources législatives et ce, afin de ne pas alourdir le texte indûment. Dans cette même perspective, nous utiliserons les termes « autorités régulatrices canadiennes » pour englober la législature ontarienne qui a adopté le nouveau régime restreint de responsabilité civile, de même que les commissions provinciales des valeurs mobilières

---

<sup>139</sup> Le *Projet de loi uniforme*, précité, note 17; CVMQ, *Communiqué*, Montréal, 16 déc. 2003, en ligne : [http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/communiquerepcom539.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/communiquerepcom539.pdf) (consulté le 11-02-04).

<sup>140</sup> BCSC, *New Concepts for Securities Regulation – A New Way to Regulate*, 18 fév. 2002, [En ligne] [[http://www.bcsc.bc.ca/bcproposals/New\\_concepts.pdf](http://www.bcsc.bc.ca/bcproposals/New_concepts.pdf)] (26 octobre 2004).

<sup>141</sup> *Supra*, note 16.

<sup>142</sup> Selon l'art. 138.3 de la loi, le régime ontarien s'applique à tout « émetteur responsable », i.e. à tout « émetteur assujéti » selon l'art. 1(1) de la loi de l'Ontario, de même qu'à « tout autre émetteur ayant des liens importants avec l'Ontario et dont les valeurs mobilières sont cotées en bourse. Pour la définition de l'« émetteur responsable », voir l'art. 138.1 de la loi de l'Ontario. Dans la loi de la Colombie-Britannique, (art. 90 *B.C. Securities Act*), le régime s'applique à tout « *public issuer* » : voir la définition à l'art. 1 de la loi. Pour le *Projet de loi uniforme*, voir l'art. 9.1, voir les définitions de l'« émetteur » et « émetteur assujéti » à l'art. 1.2(1).

qui proposent de faire de même dans le cadre du *Projet de loi uniforme* soumis en décembre 2003. En raison des caractéristiques propres au régime adopté dans la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, le texte qui suit soulignera les éléments importants qui le distinguent du régime adopté en Ontario et de celui préconisé par les ACVM.

Notre analyse se limitera à l'examen des dispositions de la réforme qui ont trait à la divulgation d'informations inexactes, puisque la présente étude porte sur la responsabilité des vérificateurs. Elle exclura donc celles concernant l'omission, par l'émetteur, de déclarer un changement important, puisque ce type de violation ne relève pas de la responsabilité des vérificateurs.

### **3.2 Un modèle hybride de législation axée sur la définition de principes généraux et de règles détaillées**

Tout comme plusieurs autres textes législatifs touchant le domaine des valeurs mobilières, la réforme canadienne propose un modèle hybride de législation qui réunit des principes généraux et un ensemble de dispositions extrêmement détaillées dans lesquelles on retrouve une série de définitions, suivies de plusieurs règles de responsabilité et d'exceptions à ces règles. Dans la loi ontarienne, à titre d'exemple, le régime de responsabilité civile applicable au contexte du marché secondaire se divise en quatre sections principales, lesquelles comportent 14 articles subdivisés en plusieurs paragraphes et sous-paragraphes<sup>143</sup>. Dans le *Projet de loi uniforme* qui intègre un régime similaire, la Partie 9 est divisée en quatre sections principales lesquelles comportent 41 articles subdivisés en plusieurs sous-sections<sup>144</sup>. Comparativement à l'approche retenue par la législature ontarienne et par les ACVM, le régime adopté

---

<sup>143</sup> Voir la partie XXIII.1 du régime ontarien.

<sup>144</sup> Précité, note 17; à la suite de la publication du *Projet*, certains commentateurs ont fait part de leurs critiques au sujet de l'adoption de l'approche axée sur l'énoncé de règles précises (« *rules-based approach* ») par opposition à une approche fondée sur les principes (« *principles-based approach* »); en réponse à ces critiques, les Autorités canadiennes ont souligné que la législation relative aux valeurs mobilières incorpore les deux approches et que ce modèle hybride n'a pas été remis en question : CSA Notice 11-304, *Responses to Comments Received on Concept Proposal – Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada*, (2003) 26 OSCB 5887, p. 5894.

récemment en Colombie-Britannique comporte un ensemble de règles qui est certes moins élaboré mais sans pour autant écarter le modèle hybride de législation<sup>145</sup>.

Ces textes législatifs rendent bien compte de la spécificité du marché secondaire des valeurs mobilières, et plus généralement de la complexité des marchés financiers qui sont caractérisés par la multiplicité des acteurs et par la diversité des fonctions exercées par ces personnes, de même que par la diversité des modes de communication et du contenu de l'information. La prise en compte de cet univers complexe se manifeste dans la réforme canadienne par l'établissement d'un régime de responsabilité différent selon la nature des violations et selon les défendeurs en cause, lesquels incluent l'émetteur, les administrateurs et les dirigeants de l'émetteur, les personnes influentes, les administrateurs, les dirigeants et autres mandataires des personnes influentes, les experts et les auteurs des informations fausses ou trompeuses. Le régime de responsabilité contenu dans la loi ontarienne et dans le *Projet de loi uniforme* prévoit également plusieurs moyens de défense qui varient selon les défendeurs visés et la nature intentionnelle ou non des manquements allégués, de même qu'il offre une protection particulière concernant l'omission de divulguer des informations confidentielles, la divulgation d'information prospective, la divulgation d'information préparée sous l'autorité d'un expert, l'information contenue dans des documents dont le dépôt auprès de la Commission n'est pas obligatoire, la divulgation d'information par voie de référence et enfin, la prise de mesures correctrices par les défendeurs<sup>146</sup>. La réforme canadienne définit aussi la méthode d'évaluation des dommages et prévoit des limites au montant des dommages-intérêts, lesquels varient selon les défendeurs poursuivis<sup>147</sup>. Dans la dernière section du régime, les autorités régulatrices canadiennes prévoient une procédure d'autorisation préalable pour intenter le recours,

---

<sup>145</sup> Dans le processus de révision de sa législation entrepris depuis 2002, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a exprimé le désir de simplifier la législation en adoptant une approche qui met l'accent sur les principes plutôt que sur des règles détaillées. Voir BSCS, *New Concepts for Securities Regulation*, *supra*, note 140.

<sup>146</sup> Voir *infra* le texte correspondant aux notes 196-211.

<sup>147</sup> Concernant les limites prévues pour la réclamation des dommages, voir l'art. 138.5 et 138.1 LVM (Ontario); *Projet de loi uniforme*, art. 9.32 « Limites de responsabilité »; *B.C. Securities Act*, art. 121, 122. En Colombie-Britannique, l'art. 121 prévoit que les limites seront précisées dans les règlements.

de même qu'il précise les règles de procédure et les délais de prescription extinctive<sup>148</sup>.

Ce souci de précision qui est propre au style législatif anglo-saxon tranche avec le style de rédaction législative au Québec qui est caractérisé par la généralité des principes énoncés, par la simplicité de l'expression et du langage, de même que par la rédaction d'articles courts, comme c'est le cas, entre autres, pour les dispositions des régimes de responsabilité civile prévues tant dans le *Code civil du Québec* que dans la loi québécoise sur les valeurs mobilières<sup>149</sup>. Le contraste entre l'approche retenue dans la réforme canadienne et celle privilégiée jusqu'à maintenant dans la législation québécoise est particulièrement frappant. À titre d'exemple, dans la loi ontarienne, les moyens d'exonération ouverts au défendeur sont énoncés dans une disposition contenant 15 paragraphes, dont l'un d'entre eux énumère de manière non-exhaustive, dans 11 sous-paragraphes, les divers éléments que les tribunaux peuvent prendre en considération pour déterminer si le défendeur a mené une enquête raisonnable ou s'il a fait preuve d'une inconduite grave<sup>150</sup>. Dans la loi québécoise, en comparaison, les moyens de défense prévus dans le cadre des recours civils sont énoncés en termes généraux dans des dispositions incluant seulement un ou deux paragraphes<sup>151</sup>.

Le degré élevé de précision qui caractérise l'approche retenue dans la réforme canadienne présente des avantages en ce sens qu'elle contribue à répondre aux désirs de sécurité et de prévisibilité juridiques

---

<sup>148</sup> Art. 138.8-138.14 LVM (Ontario); art. 9.35-9.41 du *Projet de loi uniforme*; *B.C. Securities Act*, art. 119, 120, 132.

<sup>149</sup> Citons l'exemple de l'article 1457 C.c.Q, qui établit le régime de droit commun en matière de responsabilité civile. Comme le soulignait le juge Pigeon au sujet de la disposition semblable contenue dans le *Code civil du Bas-Canada*: « Cette règle [l'article 1053] est formulée en quelques lignes et en termes généraux. L'élément primordial, la faute, n'est pas défini. » L.-P. PIGEON, *Rédaction et interprétation des lois*, Québec, Éditeur officiel, 1978, p. 6-9; concernant le choix des styles législatifs, voir D. JACOBY, « Doit-on légiférer par généralités ou doit-on tout dire? », (1982) 13 *R.D.U.S.* 255; sur les caractéristiques de la législation québécoise, voir N. FERNBACH, *La lisibilité dans la rédaction juridique au Québec*, rapport préparé pour le Centre canadien d'information juridique, août 1990, p. 57, 58. Pour les dispositions de la LVM, voir les art. 214-225.1 LVM.

<sup>150</sup> Art. 138.4 (7) LVM (Ontario); voir l'équivalent dans le *Projet de loi uniforme*, 9.17-9.27.

<sup>151</sup> Art. 220, 222, 224, 225 LVM (Québec).

exprimés par les participants dans le marché des valeurs mobilières qui ont mis en évidence les dangers d'un tel recours, notamment quant aux risques de poursuites abusives ou sans fondement, de même que les conséquences malencontreuses en matière de gouvernance d'entreprise et du respect des obligations d'information<sup>152</sup>. Plus particulièrement pour les personnes susceptibles d'être poursuivies, tels les émetteurs, les administrateurs, les dirigeants, les courtiers et les vérificateurs, il leur apparaît important de bien circonscrire les paramètres du régime afin de minimiser les coûts engendrés par le respect de la réglementation et par l'application du régime. De même, pour les tribunaux appelés à trancher un litige dans le cadre de ce régime, la possibilité de faire appel à des dispositions détaillées peut constituer un outil précieux pour évaluer les comportements reprochés, surtout dans ce contexte qui est caractérisé par sa complexité et par une relative pauvreté de guides jurisprudentiels canadiens.

L'énoncé de règles précises peut également exercer une fonction pédagogique importante à l'égard des personnes réglementées tout en influant sur le comportement de celles-ci. À titre d'exemple, la loi fournit une liste de plusieurs facteurs qu'un tribunal peut prendre en considération dans l'appréciation de la preuve de diligence raisonnable soumise par un défendeur en vue d'éluder la responsabilité de celui-ci. Le tribunal peut tenir compte notamment, de la connaissance, de l'expérience et de la fonction exercée par le défendeur, du respect des normes professionnelles applicables aux experts, de même que de la mise en place d'un système de contrôle pour assurer la conformité à la loi<sup>153</sup>. Cette liste non exhaustive de facteurs peut s'avérer utile pour guider les entreprises et leurs mandataires et les inciter à établir des politiques en matière de divulgation en vue de prévenir tout litige. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les récents bulletins publiés par les grands

---

<sup>152</sup> Concernant les craintes exprimées par les participants dans le marché des valeurs mobilières, voir ACVM, *Ébauche des lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, *op. cit.*, note 40, p. 55. Au sujet des craintes exprimées par les intervenants dans le cadre des travaux du comité Allen, voir TSE, *Responsible Corporate Disclosure*, Comment Letters Received by the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, mars 1997.

<sup>153</sup> Art. 138.4(7) LVM (Ontario); art. 9.19 du *Projet de loi uniforme*.

cabinets d'avocats font d'ailleurs déjà ressortir les effets potentiels de cette fonction pédagogique<sup>154</sup>.

Une approche législative axée sur l'énoncé de règles précises comporte, toutefois, des inconvénients qui méritent d'être soulignés. En effet, la recherche de la précision peut entraîner une rigidité qui limite la marge de manœuvre des tribunaux dans l'interprétation et l'application du régime<sup>155</sup>. Dans un marché caractérisé par ses ramifications infinies et ses mutations constantes, la mise en place de règles précises risque d'empêcher les tribunaux d'adapter leurs solutions en tenant compte des circonstances particulières de chaque cas. Certaines décisions rendues en droit des valeurs mobilières illustrent bien d'ailleurs les difficultés que peut soulever l'adoption de règles trop précises<sup>156</sup>. Notons aussi que la réforme canadienne prévoit un ensemble de règles techniques qui, à l'instar des lois fiscales, apparaissent plutôt rébarbatives, voire inaccessibles à un public non averti<sup>157</sup>. Les conseillers juridiques seront sans doute appelés à jouer un rôle important pour expliquer à leurs clients, en langage simple et compréhensible, le sens et la portée de ce régime.

Enfin, il importe de souligner que l'apparente sécurité résultant d'une précision accrue peut entraîner une insécurité juridique en forçant le législateur à intervenir continuellement afin d'assurer le respect de l'esprit de la loi. Comme le faisait remarquer le juge Louis-Philippe Pigeon, en citant en exemple la législation en matière fiscale, l'adoption de la méthode législative qui donne la primauté à la précision peut

---

<sup>154</sup> STIKEMAN ELLIOTT, *op. cit.*, note 123; OSLER, HOSKIN & HARCOURT, *op. cit.*, note 123.

<sup>155</sup> Selon certains auteurs, une autonomie réduite des tribunaux peut constituer un avantage plutôt qu'un inconvénient, voir D. R. MIERS, A. C. PAGE, *Legislation*, 2<sup>e</sup> éd., London, Sweet & Maxwell, 1990, p. 80.

<sup>156</sup> *Re Selkirk Communications Ltd*, *OSC Bull.* 22-01-88, vol. 11, no. 3, p. 286.

<sup>157</sup> À titre d'exemple, la disposition relative à l'évaluation des dommages contenue dans la loi ontarienne contient 21 paragraphes dont l'un d'entre eux se lit comme suit : «[...] les dommages-intérêts évalués correspondent au moins élevé des montants suivants : i) un montant correspondant à la différence existant entre leur prix d'acquisition moyen, y compris les commissions versées à leur égard, et leur prix d'aliénation, sans toutefois déduire les commissions versées à l'égard de l'aliénation, calculée en tenant compte du résultat des transactions d'arbitrage en couverture ou autres transactions visant à réduire les risques [...]. Art. 138.5 (1) LVM (Ontario); voir l'équivalent dans le *Projet de loi uniforme*, art. 9.28a).

faciliter le recours à divers procédés pour éluder l'application de la loi<sup>158</sup>. La question reste donc à savoir si les inconvénients liés à l'adoption de règles détaillées dépassent les avantages découlant des fonctions expressive et pédagogique qu'offre ce modèle de législation.

### 3.3 Recherche d'un équilibre entre les intérêts des investisseurs et ceux des personnes réglementées

#### - La protection des intérêts des investisseurs

Les autorités régulatrices canadiennes ont élaboré un régime spécifique de responsabilité civile axé sur la dissuasion plutôt que sur l'indemnisation afin d'assurer la transparence dans l'information destinée aux investisseurs du marché secondaire<sup>159</sup>. Dans cette perspective, elles prévoient un régime restreint d'indemnisation qui est ouvert à toute personne qui acquiert ou cède des titres d'un émetteur en vue de sanctionner la divulgation d'informations fausses ou trompeuses, de même que l'omission de divulguer un changement important<sup>160</sup>. Les communications visées par le recours couvrent une gamme étendue de documents d'information, peu importe qu'ils soient requis ou non par la loi, tels les rapports de gestion, les notices annuelles, les circulaires d'information, les états financiers, les communiqués de presse et les communications électroniques<sup>161</sup>. La loi s'applique également aux déclarations orales publiques, notamment lorsque des représentants de

---

<sup>158</sup> *Rédaction et interprétation des lois*, supra note 149, p. 4. Sur les inconvénients d'une approche fondée sur des règles détaillées, voir aussi les commentaires de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique : BCSC, *New Concepts for Securities Regulation*, supra, note 140, p. 5, 6.

<sup>159</sup> *Rapport final du comité Allen*, op. cit., note 38, p. 6, 41.

<sup>160</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.3 LVM (Ontario); art. 9.4, 9.7, 9.8, 9.11 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi *B.C. Securities Act*, art. 89-95.

<sup>161</sup> Art. 138.3, 138.1 LVM (Ontario), voir les définitions des termes «document», «document essentiel», «rapport de gestion»; voir la définition du terme «document de base» dans le *Projet de loi uniforme*, art. 9.15; R.L. ARMSTRONG, W.D. WARHAFT, «Recent Developments in Securities Class Action Litigation in Canada», Ogilvy Renault, sept. 2003, p. 9. La loi de la Colombie-Britannique, à l'art. 89, emploie uniquement les termes «*a document that is filed or is otherwise generally disclosed*», sans préciser les divers types de documents visés.

l'émetteur s'adressent aux analystes, aux investisseurs institutionnels ou aux autres membres du public<sup>162</sup>.

Les éléments de preuve exigés varient, cependant, selon la nature de la communication ou du document visé et l'identité de la personne poursuivie. Selon le régime ontarien et celui préconisé dans le *Projet de loi uniforme*, le fardeau de preuve imposé au demandeur est, en effet, plus élevé lorsque le recours est fondé sur la présentation d'une information inexacte contenue dans un document autre qu'un « document essentiel » ou dans une déclaration orale publique. Dans ces cas-là, la loi exige la preuve de la connaissance de l'acte reproché ou d'une faute lourde, sauf dans une action intentée contre un expert<sup>163</sup>.

Dans les autres situations, la réforme canadienne impose au demandeur un régime de responsabilité stricte en exigeant uniquement la preuve des faits objectifs de la violation sans égard à la négligence, à la connaissance ou à la faute caractérisée du défendeur. Il s'agit des cas suivants, soit lorsque l'information fausse ou trompeuse est contenue dans un document essentiel ou lorsque l'action est intentée contre un expert en raison d'une information fausse ou trompeuse contenue dans un document autre qu'un document essentiel ou dans une déclaration orale publique. La preuve des éléments objectifs de la violation crée une présomption de faute civile en faveur du demandeur qui n'est pas tenu alors de démontrer le manque de diligence de la part du défendeur, comme c'est le cas en principe selon le droit civil québécois<sup>164</sup>.

Cette approche se distingue nettement de celle adoptée par les tribunaux américains dans les recours civils fondés sur une violation de la

---

<sup>162</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.3(2) LVM (Ontario); art. 9.7 du *Projet de loi uniforme*; R.L. ARMSTRONG, W.D. WARHAFT, *id.* Pour la loi de la Colombie-Britannique, voir art. 89 du *B.S. Securities Act*.

<sup>163</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(1)(2) LVM (Ontario); art. 9.15 du *Projet de loi uniforme*. La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne fait pas la distinction entre les documents « essentiels » et les autres. Autrement dit, le fardeau est le même peu importe si l'information est contenue dans un document essentiel ou non : art. 90 *B.C. Securities Act*.

<sup>164</sup> Selon les principes de droit commun, il incombe tout d'abord au demandeur de prouver la violation des normes de diligence par le défendeur, bien que la simple preuve de la violation d'une obligation légale, en certaines circonstances, permet de présumer de l'existence d'une faute civile. Voir J.-L. BAUDOUIN, P. DESLAURIERS, *op. cit.*, note 58, p. 124–127, parag. 166.

règle 10b-5 de la *Securities Exchange Act of 1934*. Aux États-Unis, les demandeurs qui poursuivent en invoquant l'existence d'informations fausses ou trompeuses doivent démontrer l'existence d'une faute intentionnelle (*scienter*) commise par les défendeurs<sup>165</sup>. Par ailleurs, même si la réforme canadienne impose un fardeau de preuve moins élevé comparativement à la législation fédérale américaine, il importe de souligner que les sanctions pécuniaires qui peuvent être imposées aux défendeurs sont plus limitées en vertu de la réforme canadienne que celles prévues dans la législation américaine<sup>166</sup>.

L'objectif de dissuasion poursuivi par les autorités canadiennes se manifeste aussi par la responsabilisation d'un grand nombre de personnes qui sont en mesure de prévenir la divulgation d'informations inexacts par la mise en place de systèmes de surveillance et de contrôle appropriés. Selon le genre de violation alléguée, le demandeur peut poursuivre, outre l'émetteur, les administrateurs et les dirigeants de l'émetteur, les personnes influentes (incluant les actionnaires dominants, les promoteurs et les gestionnaires de fonds d'investissement), les administrateurs et les dirigeants de ces personnes influentes<sup>167</sup>. Les experts, tels les vérificateurs, les géologues et les avocats, font également partie des défendeurs éventuels si l'opinion ou le document préparé sous leur autorité contient une présentation inexacte des faits et si l'expert a consenti à l'utilisation de cette opinion ou de ce document<sup>168</sup>. L'identification précise de ces défendeurs éventuels permet ainsi d'éviter les problèmes de preuve que soulevait l'application des principes du droit commun, plus particulièrement en common law où les tribunaux restreignent la portée du devoir de diligence des vérificateurs en faisant appel aux concepts de « lien étroit » (« *proximity* ») et de prévisibilité<sup>169</sup>.

---

<sup>165</sup> *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1375; voir aussi T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 4e éd., St-Paul, Hornbook Series, West Group, p. 590-596.

<sup>166</sup> Sur la question du recouvrement des dommages, voir *infra* le texte correspondant aux notes 212-217.

<sup>167</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.3 LVM (Ontario); art. 9.4, 9.6, 9.7, 9.8 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 90(3), 91(3), 93(3) *B.C. Securities Act*.

<sup>168</sup> *Ibid*; R.L. ARMSTRONG, W.D. WARHAFT, *loc. cit.*, note 161, p. 40.

<sup>169</sup> Concernant la réticence des tribunaux en common law au sujet de la reconnaissance d'un recours en responsabilité civile fondé sur la perte purement économique, voir L. KHOURY, *loc. cit.*, note 94.

Le désir de protéger les investisseurs se traduit également par un allègement du fardeau de preuve imposé au demandeur. Dans cette perspective, la réforme canadienne établit deux présomptions qui facilitent la preuve du lien de causalité et l'évaluation des dommages. La première présomption dispense le demandeur de démontrer qu'il s'est fié à l'information inexacte contenue dans le document pour prendre une décision d'acquérir ou d'aliéner des titres<sup>170</sup>. En common law, comme le montre la décision rendue dans *Carom c. Bre-X Minerals Ltd*<sup>171</sup>, l'exigence d'une telle preuve constitue un obstacle important qui limite l'accès au forum judiciaire, alors que les décisions rendues en droit civil québécois dans l'affaire *Avantage Link inc.*<sup>172</sup> suggèrent que les tribunaux pourraient dispenser les requérants d'établir cet élément de preuve. La présomption prévue dans la réforme canadienne n'est pas, toutefois, absolue puisque le défendeur peut éluder sa responsabilité en prouvant la connaissance, par le demandeur, de cette information inexacte<sup>173</sup>.

Cette première présomption trouve un équivalent dans la jurisprudence américaine où les tribunaux ont appliqué la « théorie de la

---

<sup>170</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.3(1) LVM (Ontario); art. 9.14 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 106 *B.C. Securities Act*.

<sup>171</sup> *Carom c. Bre-X Minerals Ltd.*, (1998) 41 O.R. (3d) 780 (Gen. Div), confirmé (1999) 46 O.R. (3d) 315 (Div. Ct.), renversé pour d'autres motifs, (2000) 51 O.R. (3d) 236 (C.A.), permission d'appeler à la Cour suprême rejetée, [2002] S.C.C.A. No. 660 (Quicklaw). Dans *Bre-X*, précité, la Cour divisionnaire de l'Ontario a rejeté l'application de la « théorie de la fraude sur le marché » à l'étape de la demande de certification en vue d'autoriser un recours collectif fondé sur la divulgation d'informations fausses ou trompeuses dans le contexte du marché secondaire. Concernant le traitement de cette théorie dans la jurisprudence canadienne, voir J. A. CAMPION, *loc. cit.*, note 94, p. 99-101 ; J. S. PERCIVAL, *loc. cit.*, note 132, p. 271-274.

<sup>172</sup> En 2002, dans la décision *Beaudoin c. Avantage Link inc.*, [2002] J.Q. No. 4575 (C.S.), la Cour supérieure a autorisé l'exercice d'un recours collectif en responsabilité civile fondé sur la manipulation des transactions impliquant tant le volume que le prix de l'action de Jitec à la Bourse de Montréal. Dans la requête soumise en vertu de l'art. 1003 C.p.c., les requérants allèguent que les intimés ont autorisé ou émis des communiqués de presse faux ou trompeurs. Dans *Léveillé c. Avantage Link inc.*, [2004] J.Q. No. 8383 (C.S.) (Quicklaw), la Cour supérieure a rejeté trois requêtes soumises par les défendeurs qui demandaient le rejet du recours collectif et, subsidiairement, l'annulation du jugement ayant autorisé l'exercice du recours collectif.

<sup>173</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.3 (5) LVM (Ontario); art. 9.17 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 108 *B.C. Securities Act*.

fraude dans le marché » (désignée en anglais par l'expression « *fraud on the market theory* »), dans le cadre des recours fondés sur la législation fédérale en valeurs mobilières, plus particulièrement sur la règle 10b-5 du *Securities Exchange Act of 1934*<sup>174</sup>. En d'autres termes, le législateur, comme les tribunaux américains, reconnaît implicitement les prémisses de la théorie financière liées à l'efficacité des marchés en présumant que l'ensemble des investisseurs se fonde sur l'information inexacte puisque ceux-ci acquièrent ou aliènent des titres dont le prix reflète ces inexactitudes. Comme le mentionne la Cour suprême des États-Unis dans l'arrêt *Basic v. Levinson*: «Recent empirical studies have tended to confirm Congress' premise that the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information and, hence, any material misrepresentation»<sup>175</sup>. Plus loin, la Cour souligne ce qui suit: «An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purpose of a Rule 10b-5 action»<sup>176</sup>.

Selon la réforme canadienne, la deuxième présomption dont le demandeur peut bénéficier le dispense de prouver le lien entre les effets de l'information inexacte et le dommage subi<sup>177</sup>. Le dommage est établi en tenant compte de la perte effectivement subie ou de la différence entre le prix des titres acquis ou vendus pendant la période où l'information inexacte était diffusée et le prix pendant les dix jours qui suivent la rectification de l'information erronée<sup>178</sup>. En d'autres termes, le préjudice résulte d'une distorsion présumée entre le prix des titres et la qualité intrinsèque de ceux-ci, laquelle distorsion aurait été causée par la divulgation d'information erronée ou trompeuse. Encore une fois, cette

---

<sup>174</sup> *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975); *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978 (1988); T.L. HAZEN, *op. cit.*, note 165, p. 615-618, parag. 12.10; J.A. CAMPION, *loc. cit.*, note 94, p. 96-101.

<sup>175</sup> *Basic v. Levinson, id.*, S. Ct., p. 991.

<sup>176</sup> *Basic v. Levinson*, précité, note 174, S. Ct., p. 992.

<sup>177</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.5 LVM (Ontario); art. 9.28, 9.29 du *Projet de loi uniforme*. Contrairement au régime ontarien et au *Projet de loi uniforme*, la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne prévoit pas de méthode pour l'évaluation des dommages : voir art. 121 *B.C. Securities Act*.

<sup>178</sup> *Id.*

présomption n'est pas absolue puisque le défendeur peut démontrer que les fluctuations dans le cours des titres ne sont pas liées à la présentation d'une information inexacte<sup>179</sup>. La défense pourra ainsi faire valoir que l'augmentation ou la baisse du prix des actions résulte d'événements ou de faits autres que ceux faisant l'objet d'une divulgation fautive<sup>180</sup>.

Ces présomptions dont l'adoption était également préconisée par le comité Allen diminuent les obstacles auxquels sont confrontés les investisseurs du marché secondaire qui se prévalent du régime de responsabilité de droit commun, tant en droit civil qu'en common law<sup>181</sup>. Par cet allègement du fardeau de preuve, le législateur rend bien compte de la spécificité du marché secondaire dans lequel participe un grand nombre d'investisseurs qui transigent de manière impersonnelle sans nécessairement lire les documents diffusés par les émetteurs, mais qui peuvent néanmoins subir un préjudice en raison des effets présumés de distorsion sur le prix des titres qu'entraîne la divulgation d'informations inexacts.

Par l'adoption de ces présomptions liées à la causalité et aux dommages subis, d'aucuns peuvent prétendre que le législateur reconnaît ainsi implicitement la validité des prémisses de la théorie de l'efficience des marchés (*Efficient Capital Market Hypothesis*), selon lesquelles le prix des titres reflète les prédictions rationnelles des investisseurs sur la valeur intrinsèque d'un titre et ce, à partir de toute l'information disponible et pertinente dans le marché<sup>182</sup>. De cette théorie, les

---

<sup>179</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.5(3) LVM (Ontario); art. 9.30 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 123 *B.C. Securities Act*.

<sup>180</sup> Dans l'arrêt *Basic v. Levinson*, précité note 174, la Cour suprême des États-Unis a reconnu que l'information véridique et disponible sur le marché pouvait avoir pour effet de dissiper les effets de la divulgation d'information inexacte.

<sup>181</sup> S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 28; J.A. CAMPION, *loc. cit.*, note 94, p. 95-101; *Rapport intérimaire du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 66, 69.

<sup>182</sup> Sur la théorie de l'efficience des marchés, voir M.P. DOOLEY, *Fundamentals of Corporation Law*, New York, The Foundation Press, 1995, p. 473-479; R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias», (2003) 28 *J. Corp. L.* 715; T.L. HAZEN, *op. cit.*, note 165, p. 616, 617; concernant la reconnaissance implicite, dans la réglementation, de la théorie de l'efficience des marchés, voir N. CARDEN, «Implications of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 for Judicial Presumptions of Market Efficiency», (1998) 65 *U. Chi. L. Rev.* 879; le professeur Langevoort apporte des nuances sur cette reconnaissance implicite dans la législation sur les valeurs

économistes prédisent l'impossibilité, pour les investisseurs, de réaliser en moyenne et à long terme des rendements anormaux, c'est-à-dire de transiger sur des titres qui seraient généralement sous-évalués ou surévalués<sup>183</sup>. Cette théorie de l'efficacité des marchés présume l'existence d'un comportement rationnel des investisseurs et des coûts de transaction minimales qui permettent un ajustement rapide du prix des actions grâce à la participation, dans le marché, d'investisseurs bien informés<sup>184</sup>.

Dans la mesure où les présomptions législatives sont fondées sur la prémisse de l'efficacité des marchés, un problème risque de se poser si, dans les faits, il est démontré que les marchés sont inefficients en raison notamment de l'étroitesse du marché, d'une liquidité insuffisante des titres ou d'une absence de suivi effectué par les analystes financiers à l'égard des titres visés dans le recours<sup>185</sup>. Aux États-Unis, plusieurs critiques remettent également en question les prémisses de la théorie de l'efficacité des marchés, plus particulièrement à la lumière des constats d'anomalies majeures dans le marché, comme l'illustrent les crises financières qui surviennent périodiquement<sup>186</sup>. Au cours des dernières

---

mobilières, voir D.C. LANGEVOORT, « Theories, Assumptions, and Securities Regulation : Market Efficiency Revisited », (1992) 140 *U. Pa. L.Rev.* 851.

<sup>183</sup> M.P. DOOLEY, *id.*, p. 475.

<sup>184</sup> M.P. DOOLEY, *op. cit.*, note 182, p. 479-481; R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *loc. cit.*, note 182, p. 723.

<sup>185</sup> Dans les recours intentés en vertu de la législation fédérale américaine en matière de valeurs mobilières (Règle 10b-5 de la *Securities Exchange Act of 1934*, les tribunaux reconnaissent que la théorie de la « fraud-on-the-market » ne s'applique pas s'il est démontré que les marchés sont inefficients. Voir *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F. 2d 193 (6th Cir. 1990). Voir aussi à ce sujet, V.L. BERNARD *et autres*, « Challenges to the Efficient Market Hypothesis : Limits to the Applicability of Fraud-on-the-Market Theory », (1994) 73 *Neb. L. Rev.* 781.

<sup>186</sup> Pour une revue de la littérature, voir D.C. LANGEVOORT, « Taming the Animal Spirits of the Stock Market : A Behavioral Approach to Securities Regulation », (2002) 97 *Nw.U.L.Rev.* 135; L.A. CUNNINGHAM, « Behavioral Finance and Investor Governance », (2002) 59 *Wash. & Lee L.Rev.* 767 ; telles que citées par les auteurs Gilson et Kraakman à la note 32 de leur texte, *loc. cit.*, note 182, voir aussi les recherches des économistes : A. SHLEIFER, *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000 ; N. BARBERIS, R. THALER, « A Survey of Behavioral Finance » dans G.M. CONSTANDINITES *et autres*, *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam, Elsevier/North-Holland, 2003. Pour l'approche de la finance comportementale, voir aussi les études du professeur Robert Prentice, notamment

années, les critiques les plus marquantes s'appuient sur des recherches théoriques et empiriques menées dans le domaine de la finance comportementale qui fait appel tant à la psychologie cognitive qu'à la théorie financière. Même les professeurs Gilson et Kraakman, qui ont publié en 1984 un article célèbre fondé sur la théorie de l'efficience des marchés, ont reconnu récemment la pertinence de ces recherches en finance comportementale<sup>187</sup>. Voici comment ils résument les principaux aspects de cette importante remise en question :

«Behavioral finance takes issue with both these premises, arguing that many investors are not rational in their decision-making, that there are observable directional biases resulting from departures from rational decision-making, and that significant barriers prevent professional traders from fully correcting the mistakes made by less rational investors»<sup>188</sup>.

En d'autres termes, selon les critiques de la théorie de l'efficience des marchés, il existe un nombre important d'investisseurs non rationnels ou mal informés (*noise traders*), c'est-à-dire des personnes dont le comportement est influencé par des facteurs ou des biais psychologiques d'ordre cognitif et émotionnel qui les empêchent d'agir de manière rationnelle<sup>189</sup>. Parmi les nombreux facteurs psychologiques identifiés, les auteurs mentionnent la confiance excessive des investisseurs<sup>190</sup>, le « biais

celle-ci « Whither Securities Regulation ? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future », (2002) 51 *Duke L.J.* 1397.

<sup>187</sup> R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », (1984) 70 *Virginia L. Rev.* 549; à l'occasion d'un symposium tenu vingt ans plus tard, ces auteurs ont eu l'occasion de réévaluer leur thèse : voir R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *loc. cit.*, note 182.

<sup>188</sup> R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias», *loc. cit.*, note 182, p. 723, 724.

<sup>189</sup> Sur les facteurs d'ordre psychologiques qui peuvent influencer sur le processus décisionnel des investisseurs, voir D.C. LANGEVOORT, *loc. cit.*, note 186; R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *loc. cit.*, note 182, p. 724 ; E. PETIT, « Effet de disposition, regret et révision des croyances », [En ligne] [<http://www.univ-pau.fr/RECHERCHE/CATT/colloques/SESAME/PDF/Petit.pdf>] (22 sept. 2004) ; J.-P. POLLIN, *Finance comportementale et volatilité*, [en ligne] [[http://www.univ-orleans.fr/DEG/LEO/activitescientifique/dr2004\\_11pollin.pdf](http://www.univ-orleans.fr/DEG/LEO/activitescientifique/dr2004_11pollin.pdf)]

<sup>190</sup> Les auteurs américains utilisent l'expression « *overconfidence* ». Un auteur français fait référence au phénomène de la « duperie de soi » qui comprend « l'excès de

de la sagesse après coup » (*hindsight bias*) ou le raisonnement reconstruit *a posteriori*<sup>191</sup>, le degré différent d'aversion au risque selon que les investisseurs évaluent la possibilité d'un gain à réaliser ou d'une perte à éviter et, enfin, la simplification heuristique qui se manifeste par une tendance à prendre des décisions sur la base d'observations récentes, de faits marquants, d'expériences antérieures ou par des stéréotypes<sup>192</sup>. À titre d'exemple, ces facteurs psychologiques pourraient expliquer une réaction excessive de la part des investisseurs à l'annonce d'une bonne ou d'une mauvaise nouvelle au sujet d'une entreprise, entraînant ainsi une surévaluation ou une sous-évaluation des titres de l'émetteur. Dans le cas d'une poursuite fondée sur l'existence d'une information erronée, il convient donc de se demander s'il est justifié d'imposer au défendeur fautif l'obligation d'indemniser les investisseurs en tenant compte de ce prix surévalué ou sous-évalué pour le calcul des dommages, comme le suggère la méthode prévue dans la réforme canadienne.

Selon la théorie traditionnelle, les activités des investisseurs avertis devraient, en principe, servir à corriger les effets de ces comportements irrationnels, mais les critiques de la théorie de l'efficience des marchés montrent que ces investisseurs avertis sont impuissants à corriger les anomalies du marché<sup>193</sup>. À leur avis, cette incapacité résulte des contraintes légales et institutionnelles auxquelles sont assujettis les arbitragistes, de même que de l'opportunisme des agents, notamment des dirigeants, des investisseurs institutionnels et des intermédiaires financiers, dont les comportements ont parfois pour effet d'entraver le processus de production, de diffusion et de vérification d'une information fiable<sup>194</sup>. Au Canada, la remise en question de l'utilité de la théorie de l'efficience des marchés est également d'une grande pertinence dans la mesure où les constats sur l'étroitesse des marchés canadiens des capitaux

---

confiance, l'attribution excessive des mérites des actions menées (*self-attribution*), la rationalisation, le biais de la sagesse après coup (*hindsight bias*) ou celui de réaffirmation (*confirmation bias*) ainsi que les actions liées à la réduction de la dissonance cognitive » : E. PETIT, *id.*, p. 16, note 16.

<sup>191</sup> Sur la traduction française de l'expression « *hindsight bias* », voir E. PETIT, *loc. cit.*, note 189.

<sup>192</sup> *Supra*, note 189.

<sup>193</sup> R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *loc. cit.*, note 182, p. 725 et suiv.

<sup>194</sup> R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *id.*

et sur le manque de diversification et de liquidité des titres permettent de douter du caractère efficient du marché des valeurs mobilières<sup>195</sup>.

Bien que le débat autour de la théorie de l'efficience des marchés ait permis d'identifier plusieurs facteurs d'inefficience, les critiques n'ont pas encore proposé de cadre conceptuel alternatif qui puisse expliquer ou prédire les variations dans le prix des titres. Néanmoins, ces recherches montrent l'importance de tenir compte de ces facteurs d'inefficience dans l'élaboration et l'application d'un régime de responsabilité civile spécifique au marché secondaire des valeurs mobilières.

#### **- La protection des intérêts des vérificateurs dans l'établissement des moyens de défense**

Bien que l'État reconnaisse l'utilité de la responsabilité civile comme instrument de réparation et de dissuasion, il doit, par ailleurs, tenir compte des effets négatifs que cette responsabilité peut engendrer pour les défendeurs éventuels, comme les vérificateurs. La mise en place et l'application d'un régime de responsabilité peut, en effet, amener les vérificateurs à conclure que le niveau de diligence requis pour minimiser le risque de poursuite dépasse largement les bénéfices qu'ils peuvent retirer de leurs activités de vérification, au point de rendre celles-ci non rentables. Si plusieurs de ces acteurs arrivent à la même conclusion et abandonnent les services de vérification en raison d'un niveau trop élevé de précaution comparativement aux bénéfices espérés, il devient important dès lors de s'interroger sur les effets potentiellement démesurés de la fonction dissuasive du régime de responsabilité civile.

Sans nécessairement aboutir à l'abandon des services de vérification, l'application d'un régime de responsabilité civile, selon l'ampleur de sa portée, peut amener les vérificateurs à imposer à leurs

---

<sup>195</sup> Un rapport récent de la Banque du Canada conclut comme suit : « Les recherches menées à la Banque jusqu'ici portent à croire que les marchés canadiens de capitaux sont efficients pour un pays de la taille du Canada, mais qu'ils sont moins diversifiés que leurs pendants américains et que des améliorations sont souhaitables dans certains domaines. Voir BANQUE DU CANADA, *L'efficience des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada*, été 2004, [En ligne] [<http://www.banqueducanada.ca/fr/revue/ete04/hendryf.htm>] (24-09-2004).

clients des coûts considérables pour tenir compte du risque de poursuites<sup>196</sup>. Un risque élevé de poursuites peut, en effet, accroître de manière importante le niveau de diligence requis de la part des cabinets de comptables et entraîner une augmentation de leurs primes d'assurance professionnelle<sup>197</sup>. Les autorités régulatrices sont ainsi appelées à concevoir ou à interpréter les règles de responsabilité civile de manière à promouvoir le bien-être social en minimisant la somme des coûts de précaution et des pertes prévisibles résultant des activités économiques<sup>198</sup>.

La recherche de cet équilibre entre la protection des intérêts des investisseurs et celle des intérêts des personnes réglementées se manifeste dans les divers moyens de défense prévus dans la réforme canadienne<sup>199</sup>. Le défendeur, incluant le vérificateur, peut éluder sa responsabilité en démontrant que le demandeur connaissait l'existence de l'information inexacte dans le document ou dans la déclaration orale<sup>200</sup>. Alternativement, le défendeur peut prouver qu'il a procédé ou fait procéder à une enquête raisonnable et qu'il n'avait pas de motifs sérieux de croire que le document ou la déclaration orale publique contenait une

---

<sup>196</sup> D.C. LANGEVOORT, «Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment», (2000) 63 *Law and Contemp. Probs.* 45, p. 61; A. SEETHARAMAN *et autres*, «Litigation Risk and Audit Fees: Evidence from U.K. Firms Cross-Listed on US Markets», *Journal of Accounting & Economics*, vol. 33, no. 1, février 2002, voir le résumé [En ligne] [[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=286426](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286426)] (8 sept. 2004).

<sup>197</sup> Concernant l'augmentation des primes d'assurance, voir «Lowdown on Liability Insurance», *CaMagazine.com*, nov. 2002, [En ligne] [[http://www.camagazine.com/index.cfm/ci\\_id/10697/la\\_id/1.htm](http://www.camagazine.com/index.cfm/ci_id/10697/la_id/1.htm)] (8 sept. 2004); «Insurance Rates Up», *CaMagazine.com*, [En ligne] [[http://www.camagazine.com/index.cfm?ci\\_id=9988&la\\_id=1](http://www.camagazine.com/index.cfm?ci_id=9988&la_id=1)] (8 sept. 2004). Sur les effets potentiels de l'imposition d'un régime de responsabilité à l'égard des vérificateurs, voir J.M. FEINMAN, «Liability of Accountants for Negligent Auditing: Doctrine, Policy, and Ideology», (2003) 31 *Florida St.U.L.Rev.* 17, p. 50-52.

<sup>198</sup> S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge, Belknap Press of Harvard University Press, 2004, p. 178-182, 208; E. MACKAAY, *loc. cit.*, note 58, p. 330-334.

<sup>199</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(5)-(15) LVM (Ontario); art. 9.17-9.27 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 108-118 *B.C. Securities Act*.

<sup>200</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(5) LVM (Ontario); art. 9.17 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 108 *B.C. Securities Act*.

présentation inexacte des faits<sup>201</sup>. La réforme canadienne énonce, par la suite, une série non exhaustive de facteurs que le tribunal pourra prendre en compte pour apprécier le caractère raisonnable de l'enquête menée par les défendeurs<sup>202</sup>. Comme nous l'avons mentionné précédemment, cette liste de facteurs pourra non seulement fournir un guide utile pour les tribunaux appelés à apprécier le caractère diligent d'un comportement, mais elle incitera sans doute également les vérificateurs à se conformer aux normes professionnelles et à mettre en place des systèmes appropriés de surveillance et de contrôle de manière à diminuer le risque de poursuite<sup>203</sup>. Cette défense de diligence raisonnable fait ressortir, par la même occasion, l'importance accordée au processus, c'est-à-dire aux moyens de prévention plutôt que de se limiter au résultat. Comme le soulignent les auteurs du *Rapport Allen*, « Due diligence, although impliedly predicated on the substantive standard of negligence, is in essence a *process standard* »<sup>204</sup>.

La réforme canadienne crée également un régime d'exonération spécifique qui permet au défendeur d'éluder la responsabilité relativement à la divulgation orale ou écrite d'information prospective, c'est-à-dire une information concernant des activités, des conditions ou des résultats éventuels de l'émetteur<sup>205</sup>. Cette disposition témoigne du désir de ne pas dissuader les émetteurs de divulguer ce genre d'information dont on reconnaît l'incertitude inhérente. Ce moyen de défense permet à toute personne de démontrer que l'information prospective était accompagnée d'une mise en garde raisonnable et d'un énoncé des hypothèses ou des facteurs importants qui ont servi à faire ces prévisions ou projections, et

---

<sup>201</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(6) LVM (Ontario) ; art. 9.18 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 110 *B.C. Securities Act*. La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique prévoit un autre moyen de défense pour l'émetteur et l'administrateur de celui-ci dans le cas où l'émetteur a mis en place un système de surveillance et de contrôle pour s'assurer du respect de la loi et des règlements : art. 109 *B.C. Securities Act*.

<sup>202</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(7) LVM (Ontario) ; art. 9.19 du *Projet de loi uniforme*. Contrairement à la réforme canadienne, la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne prévoit pas de disposition équivalente.

<sup>203</sup> Voir le texte *supra* à la section 3.2.

<sup>204</sup> *Rapport final du comité Allen, op. cit.*, note 38, p. 57, paragr. 6.48.

<sup>205</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(9) LVM (Ontario) ; art. 9.21 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 117 *B.C. Securities Act*.

que la personne avait un motif raisonnable de divulguer ce type d'information. La réforme canadienne prévoit toutefois une exception importante à ce moyen de défense qui est inapplicable à l'égard d'une information prospective contenue dans les états financiers déposés en vertu des lois sur les valeurs mobilières ou dans un prospectus déposé lors d'un premier appel public à l'épargne<sup>206</sup>.

Les dispositions de la réforme canadienne précisent également les paramètres de la preuve de diligence raisonnable dans le cas particulier des communications qui contiennent un avis d'un expert<sup>207</sup>. Dans ce contexte, le défendeur, autre que l'expert, peut se dégager de sa responsabilité en démontrant qu'il n'avait pas de motifs sérieux de croire à la présence d'une information inexacte dans un document ou une déclaration orale publique qui reproduit, résume ou cite l'avis de l'expert<sup>208</sup>. Dans ces conditions, la loi indique que l'expert doit avoir consenti à l'utilisation de son avis et ne pas avoir retiré son consentement<sup>209</sup>. Ce moyen d'exonération apparaît moins exigeant en ce sens qu'il ne requiert pas du défendeur qu'il ait effectué une enquête raisonnable, comme c'est le cas pour les recours fondés sur l'existence d'une information inexacte contenue dans les autres types de communication écrite ou orale. À l'égard de l'expert, les dispositions de la réforme fournissent aussi un moyen d'exonération si celui-ci démontre qu'il a retiré par écrit son consentement à l'utilisation d'un avis préparé sous son autorité<sup>210</sup>.

Le défendeur autre que l'émetteur peut également se dégager de sa responsabilité en démontrant que les violations ont eu lieu à son insu ou sans son consentement et que, suite à la connaissance de la fausse

---

<sup>206</sup> Pour la réforme canadienne, voir : art. 138.4 (10) LVM (Ontario) ; art. 9.22 du *Projet de loi uniforme*. La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne prévoit pas de disposition équivalente.

<sup>207</sup> Pour la réforme canadienne, voir : art. 138.4(11) LVM (Ontario) ; art. 9.24 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 114 *B.C. Securities Act*.

<sup>208</sup> *Id.*

<sup>209</sup> Pour la réforme canadienne, voir : art. 138.4(11) LVM (Ontario) ; art. 9.24 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 114 *B.C. Securities Act*.

<sup>210</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(12) LVM (Ontario) ; art. 9.24 du *Projet de loi uniforme*. Dans la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, le demandeur doit démontrer que l'expert n'a pas retiré son consentement, voir art. 90(2)(g) *B.C. Securities Act*.

représentation ou de l'omission de divulguer un changement important, il a avisé le conseil d'administration de l'émetteur au sujet de ce manquement et, en l'absence de mesures correctrices dans les deux jours de cet avis, a avisé l'autorité en valeurs mobilières<sup>211</sup>.

- **La protection des intérêts des personnes réglementées par la limitation et la répartition des dommages**

Le désir de mettre en place un régime de responsabilité axé sur la dissuasion plutôt que sur l'indemnisation ressort également des dispositions relatives à la limitation et à la répartition des dommages. À l'instar du comité Allen, les auteurs de la réforme canadienne ont tenu compte des risques financiers considérables qui pesaient sur les défendeurs éventuels dans le contexte du marché secondaire qui est caractérisé par un nombre indéterminé d'investisseurs<sup>212</sup>. Il est, en effet, apparu irréaliste de reconnaître le droit à une indemnisation intégrale du préjudice subi, comme le prévoient les régimes de droit commun.

Ainsi, la réforme canadienne impose des plafonds pour le recouvrement des dommages, lesquels varient selon l'identité du défendeur, tels l'émetteur, les administrateurs, les dirigeants, les personnes influentes, les auteurs des déclarations inexactes et les experts<sup>213</sup>. À l'égard des vérificateurs, lesquels sont considérés comme

---

<sup>211</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.4(15) LVM (Ontario); art. 9.27 du *Projet de loi uniforme*. La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne prévoit pas de disposition équivalente.

<sup>212</sup> Voir le *Rapport final du comité Allen, op. cit.*, note 38, p. 59-61; en common law, les tribunaux ont reconnu la nécessité d'éviter une « responsabilité indéterminée », voir la décision de la Cour suprême dans *Hercules Management Ltd. c. Ernst & Young*, [1997] 2 R.C.S. 165; pour une discussion sur la nécessité de limiter le montant des dommages dans les recours fondés sur les fausses représentations en valeurs mobilières, voir D.C. LANGEVOORT, « Capping Damages for Open-Market Securities Fraud », (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 639.

<sup>213</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.7, 138.1 LVM (Ontario); art. 9.28, 9.29, 9.32 du *Projet de loi uniforme*. Contrairement à la réforme canadienne, la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique prévoit que les limites seront établies dans les règles accompagnant la loi : art. 121 *B.C. Securities Act*. Ces règles prévoient que la responsabilité d'un expert est limitée au montant reçu de l'émetteur par cet expert ou les membres de son groupe au cours des 12 derniers mois avant l'acte reproché. Voir British Columbia, *Securities Rules*, art. 168(2)(e) [En ligne] [[http://www.bsc.bc.ca/policy/Oct2004\\_Securities\\_Rules.pdf](http://www.bsc.bc.ca/policy/Oct2004_Securities_Rules.pdf)] (22 nov. 2004).

des experts aux fins de l'application de ce régime, le paiement des dommages est limité aux revenus gagnés par le vérificateur pour les services rendus à l'émetteur ou aux sociétés du même groupe au cours des 12 derniers mois avant la déclaration inexacte, sous réserve d'un minimum de 1 million de dollars<sup>214</sup>. Ces montants d'indemnisation sont relativement plus élevés que ceux prévus pour les administrateurs et les dirigeants de l'émetteur dont la responsabilité est limitée à 50% de la rémunération reçue par l'émetteur ou par les sociétés du même groupe, sous réserve d'un minimum de 25 000 dollars<sup>215</sup>. Selon les auteurs du *Rapport Allen* qui ont recommandé l'adoption d'un régime semblable, cette limite d'indemnisation relativement plus élevée imposée aux experts reflète l'importance de la fonction exercée par ces derniers et de la crédibilité qui se rattache aux informations préparées sous leur autorité<sup>216</sup>. Il y a lieu de souligner, par ailleurs, que les plafonds prévus pour le recouvrement des dommages ne s'appliquent pas si le demandeur fait la preuve d'une violation intentionnelle<sup>217</sup>.

La réforme canadienne entend également assurer la protection des intérêts des personnes réglementées en intégrant un régime de responsabilité proportionnelle<sup>218</sup>. Selon ce régime, la responsabilité de chacun des défendeurs est proportionnelle à leur contribution au préjudice, sauf si le défendeur a commis une faute intentionnelle ou caractérisée, auquel cas le principe de la solidarité s'appliquera. La reconnaissance de la responsabilité proportionnelle représente un volet important de la réforme canadienne, lequel fait écho à une initiative semblable prise par le Parlement canadien à l'occasion des amendements apportés à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* en 2001<sup>219</sup>. Bien

---

<sup>214</sup> Art. 138.1 LVM (Ontario), voir le paragraphe f) de la définition des termes « limite de responsabilité » ; art. 9.32 f) du *Projet de loi uniforme*.

<sup>215</sup> Art. 138.1 LVM (Ontario), voir le paragraphe b) de la définition des termes « limite de responsabilité » ; art. 9.32 b) du *Projet de loi uniforme*. Pour les règles de la loi de la Colombie-Britannique, voir B.C. *Securities Rules*, précité, note 213, art. 168(2)(b).

<sup>216</sup> Le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 60, paragr. 6.61.

<sup>217</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.7(2) LVM (Ontario); art. 9.34(2) du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 121(2) *B.C. Securities Act*.

<sup>218</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.7 LVM (Ontario); art. 9.31 *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 124 *B.C. Securities Act*.

<sup>219</sup> Voir le chapitre XIX.1 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C., 1985, c. C-44 qui inclut les articles 237.1-237.9. Pour une discussion des

que plus limitée dans sa portée comparativement à la réforme adoptée par la législature ontarienne et envisagée par les ACVM, la loi canadienne retient le principe de la responsabilité proportionnelle dans le cas des poursuites fondées sur une perte financière, c'est-à-dire une perte financière découlant d'une omission, inexactitude ou erreur dans les renseignements financiers que doit produire une société en vertu de cette loi canadienne.

En cette matière, les autorités canadiennes, tant fédérales que provinciales, ont emprunté le chemin déjà tracé par le Congrès américain qui a intégré un régime de responsabilité proportionnelle quelques années auparavant, au moment de l'adoption de la loi relative aux valeurs mobilière et intitulée *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*<sup>220</sup>. Comme nous l'avons noté précédemment, cette loi de 1995 a été adoptée à la suite des pressions exercées notamment par les grands cabinets de comptables qui appréhendaient les poursuites abusives<sup>221</sup>. Les vérificateurs se plaignaient, entre autres, de l'application du régime de responsabilité solidaire qui risquait de leur faire supporter l'entière responsabilité pour l'ensemble des dommages dans l'hypothèse où l'émetteur et les dirigeants poursuivis faisaient faillite. Les cabinets de comptables reconnus comme étant les mieux nantis financièrement (« *deep pocket defendants* ») craignaient alors de devenir des cibles de choix comme défendeurs<sup>222</sup>. Par la reconnaissance du principe de la responsabilité proportionnelle, la loi de 1995 avait donc, entre autres, pour but de prévenir de telles poursuites et d'éviter que certains défendeurs plus fortunés assument une part importante des dommages indépendamment de leur niveau de responsabilité. Les pressions exercées

---

considérations de principe, voir CANADA, COMITE SENATORIAL DES BANQUES ET DU COMMERCE, *Responsabilité Solidaire et Professions Libérales*, mars 1998, [En ligne], [<http://www.parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/report09mar98-f.htm>], (8 sept. 2004).

<sup>220</sup> Cette loi a eu pour effet d'ajouter l'art. 21D à la loi *The Securities Exchange Act of 1934*, 15 USC § 78a et seq.

<sup>221</sup> Voir *supra*, le texte correspondant aux notes 101-104.

<sup>222</sup> R.H. WALKER *et autres*, *loc. cit.*, note 101, p. 641, 642; pour une mise en contexte de la loi *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, voir D.C. LANGEVOORT, « The Reform of Joint and Several Liability under The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Proportionate Liability, Contribution Rights and Settlement Effects », (1996) 51 *Bus. Law.* 1157, p. 1158-1162.

par les groupes d'intérêt, les rapports préparés par les instances gouvernementales américaines et la réforme qui en a résulté se sont ainsi répercutés au Canada.

Ce mimétisme réglementaire de la part des autorités canadiennes soulève toutefois des interrogations quant aux raisons invoquées pour justifier l'abandon partiel du principe de la solidarité en matière de responsabilité civile. Contrairement à la situation qui prévalait aux États-Unis au début des années 90 où plusieurs faisaient valoir l'existence d'une « crise du contentieux » dans le secteur des valeurs mobilières ou, du moins, d'un nombre important de recours collectifs utilisés à des fins de chantage, les défenseurs du régime de responsabilité proportionnelle au Canada ont pu difficilement démontrer l'existence d'une « crise » semblable pour justifier l'adoption d'un tel régime<sup>223</sup>. Les observations du comité Allen, bien que celui-ci ait également recommandé l'intégration du principe de la responsabilité proportionnelle, font d'ailleurs ressortir des différences importantes qui distinguent l'environnement juridique canadien de la situation américaine<sup>224</sup>. Parmi les différences relevées, mentionnons la règle de procédure qui prévaut au Canada selon laquelle la partie perdante paie les dépens, ce qui peut dissuader les demandeurs éventuels d'intenter une poursuite<sup>225</sup>. La situation est différente aux États-Unis puisque chaque partie est responsable du paiement des dépens. Le *Rapport Allen* a également mis en évidence certains aspects propres au contentieux judiciaire américain, telles la portée indéfinie de la règle 10b-5 de la loi fédérale américaine sur les valeurs mobilières et la possibilité de recourir à un procès par jury, qui peuvent inciter les parties à accepter plus facilement un règlement hors cour, indépendamment du mérite de l'action et ce, en raison de l'incertitude quant à l'issue d'une poursuite devant le tribunal<sup>226</sup>. La prise en compte de ces facteurs peut ainsi nous amener à remettre en question la nécessité d'adopter des dispositions

---

<sup>223</sup> Au Canada, les études font état seulement de quelques données anecdotiques sur les poursuites civiles intentées contre les professionnels, comme les vérificateurs, voir *supra* note 92; voir aussi les commentaires concernant le faible nombre de recours collectifs intentés au Canada dans le secteur des valeurs mobilières, *supra* le texte correspondant à la note 92.

<sup>224</sup> Le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 25-34.

<sup>225</sup> *Id.* p. 27.

<sup>226</sup> Le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 27.

législatives particulières fondées sur des prémisses propres au contexte américain.

- **La prévention des poursuites abusives par la mise en place de mesures procédurales**

En réponse aux inquiétudes exprimées par les acteurs du milieu des affaires concernant les risques d'une multiplication des recours collectifs sans fondement intentés à des fins de chantage, la réforme canadienne impose aux demandeurs l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable du tribunal pour intenter une action<sup>227</sup>. Cette autorisation sera accordée si le tribunal considère que l'action est intentée de bonne foi et s'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause au terme de celle-ci<sup>228</sup>. Au moment de cette demande d'autorisation, tout comme dans l'instance elle-même, l'autorité en valeurs mobilières aura le droit d'intervenir<sup>229</sup>. La réforme canadienne traduit également le désir d'assurer le contrôle des abus dans la conclusion de règlements hors cour en exigeant l'intervention du tribunal pour autoriser la suspension, l'abandon, le règlement ou le rejet, pour cause de retard, d'une instance introduite en vertu de ce régime de responsabilité<sup>230</sup>. Il convient de souligner, par ailleurs, que les auteurs du *Rapport Allen* n'ont proposé aucune exigence similaire d'autorisation préalable dans le cadre de la réforme envisagée puisqu'ils n'étaient pas convaincus que la mise en place du régime envisagé entraînerait une vague importante de recours collectifs<sup>231</sup>.

---

<sup>227</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.8 LVM (Ontario); art. 9.35 du *Projet de loi uniforme*. Concernant les règles procédurales, voir R.L. ARMSTRONG *et autres*, *loc. cit.*, note 161, le texte correspondant aux notes 50-68. Voir aussi art. 119 *B.C. Securities Act*. Cette dernière disposition ne prévoit pas d'obligation pour le demandeur de démontrer sa bonne foi, comme c'est le cas en vertu du régime ontarien et de celui préconisé dans le *Projet de loi uniforme*.

<sup>228</sup> *Id.*

<sup>229</sup> Pour la réforme canadienne, voir : art. 138.12 LVM (Ontario); art. 9.40 *Projet de loi uniforme*.

<sup>230</sup> Pour la réforme canadienne, voir : art. 138.10 LVM (Ontario); art. 9.38 du *Projet de loi uniforme*. Voir aussi art. 120 *B.C. Securities Act*.

<sup>231</sup> Le *Rapport final du comité Allen*, *op. cit.*, note 38, p. 25-34.

En dernier lieu, la réforme canadienne réitère le principe qui reconnaît à la partie gagnante le droit aux dépens et prévoit des délais particuliers de prescription extinctive<sup>232</sup>. La reconnaissance de cette règle concernant l'attribution des dépens apparaît opportune en ce qu'elle peut avoir pour effet de prévenir les recours sans fondement en raison du risque financier important qu'elle impose aux demandeurs<sup>233</sup>.

#### 4. Des écueils en perspective pour les tribunaux

Les autorités régulatrices canadiennes ont élaboré un régime de responsabilité civile qui rend bien compte de la spécificité du marché secondaire des valeurs mobilières et plus généralement de la complexité des marchés financiers. Le régime envisagé consiste en un corpus réglementaire imposant qui reflète cet univers complexe caractérisé, entre autres, par la multiplicité des acteurs intéressés, par la diversité des fonctions exercées et des modes de communication utilisés par ces acteurs, de même que par l'incertitude entourant les activités des entreprises et le comportement des investisseurs.

Pour les tribunaux appelés éventuellement à intervenir sur la base de ce régime, l'évaluation des divers éléments générateurs de responsabilité risque de s'avérer une tâche particulièrement périlleuse dans la mesure où elle exigera la prise en considération de nombreux facteurs d'ordre juridique, économique et psychologique. Leur intervention sera fonction de l'interprétation et de l'application de concepts juridiques flous et hautement subjectifs, comme la notion de « présentation inexacte des faits » qui renvoie au concept de « fait important », la notion de « personne influente » qui renvoie à la celle de « personne qui a le contrôle », de même que les notions d'« enquête raisonnable » et d'« inconduite grave » qui font appel à une série non exhaustive de facteurs subjectifs liés, entre autres, aux connaissances, à l'expérience et au rôle du défendeur, à l'existence de mécanismes de

---

<sup>232</sup> Pour la réforme canadienne, voir art. 138.11, 138.14 LVM (Ontario); art. 9.39 du *Projet de loi uniforme*. La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ne prévoit pas de disposition équivalente.

<sup>233</sup> *Le Rapport final du comité Allen*, *supra* note 38, p. 32.

surveillance et de contrôle et aux normes professionnelles applicables aux professionnels visés, etc<sup>234</sup>.

Un des écueils importants auxquels les juges seront confrontés consistera à déterminer si l'information financière divulguée était fautive ou trompeuse, c'est-à-dire s'il s'agissait d'une déclaration erronée d'un « fait important » ou d'une omission de déclarer un « fait important ». Selon le régime ontarien, le « fait important » (*material fact*) est défini comme étant « un fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières »<sup>235</sup>. Pour sa part, le *Projet de loi uniforme* définit cette notion en ces termes : « un fait qui serait fort probablement considéré comme important par l'investisseur raisonnable en vue de prendre une décision, notamment de décider s'il doit souscrire ou acquérir, conserver, vendre ou faire racheter les titres de l'émetteur ou comment exercer son droit de vote »<sup>236</sup>. Bien que ces textes législatifs formulent, en des termes différents, deux critères en ce qui a trait à l'importance de l'information (*materiality*), les tribunaux, les commissions des valeurs mobilières et les auteurs considèrent que ces deux critères se chevauchent puisque le prix des titres

---

<sup>234</sup> Dans les litiges fondés sur la « présentation inexacte des faits », le demandeur doit prouver, selon le régime ontarien, qu'il s'agit d'une « déclaration erronée au sujet d'un fait important » ou « de l'omission de relater un fait important dont la déclaration est requise ou nécessaire pour que la déclaration ne soit pas trompeuse, eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite » : voir les termes « présentation inexacte des faits à l'art. 1(1) du régime ontarien. La notion de « fait important » est également définie à cet article comme étant « un fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières (« *material fact* »). Pour les notions de « personne influente », « personne qui a le contrôle », « enquête raisonnable » et « inconduite grave », voir les art. 138.1, 138.4(7) LVM (Ontario). Le *Projet de loi uniforme* fait référence aux notions suivantes : « information fautive ou trompeuse » (art. 1.2(1)) qui renvoie à la notion de « fait important » (art. 1.2(1)); le *Projet* fait également référence à la notion de « personne influente » (art. 9.6) qui renvoie à la « personne participant au contrôle » (art. 1.2(1)); pour la notion d'« enquête raisonnable », voir art. 9.19 du *Projet de loi uniforme*. Dans la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, à l'art. 1, voir les définitions des termes « *misrepresentation* », « *material information* », « *significant information* ».

<sup>235</sup> Art. 1(1) LVM (Ontario). La loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique prévoit également un critère lié à l'impact sur la valeur ou le cours des titres.

<sup>236</sup> Art. 1.2(1) du *Projet de loi uniforme*.

est censé refléter les réactions de l'ensemble des investisseurs au regard de l'information disponible sur les titres en circulation<sup>237</sup>.

L'examen de la jurisprudence actuelle rendue dans le cadre de recours fondés sur l'existence d'un délit d'initiés ou d'une information inexacte contenue dans un prospectus ou dans une circulaire d'information donne un bon aperçu des difficultés que soulève l'application du concept de « fait important » que prévoit la législation sur les valeurs mobilières. Comme dans la réforme canadienne, les définitions de ce concept font référence à un fait susceptible d'avoir un impact, soit sur la valeur ou le cours des titres, soit sur le comportement d'un investisseur raisonnable<sup>238</sup>.

---

<sup>237</sup> *Texas Gulf Sulphur*, 401 F. 2d 833 (2<sup>nd</sup> Circ. 1968) ; R. CRÊTE, M. WEISS, « *Qu'est-ce qu'une information privilégiée en matière d'opérations d'initiés? Les suites de l'affaire Memotec* », (1989) 15 *Can. Bus. L. J.* 385, p. 402; dans une instruction générale adoptée en 2002 en matière de communication d'information, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières reconnaissent de manière expresse cette convergence entre les deux critères. Elles s'expriment comme suit : « *Les définitions de « fait important » et de « changement important » de la législation en valeurs mobilières reposent sur un critère d'incidence sur le marché. La définition d'« information privilégiée » prévue à la disposition interdisant la communication d'information privilégiée dans la législation en valeurs mobilières du Québec, utilise quant à elle le critère de l'investisseur raisonnable. Dans la pratique cependant, malgré ces différences, les deux critères d'importance semblent devoir converger dans la plupart des cas.* » : (Nos soulignements). Instruction générale 51-201, *Lignes directrices en matière de communication de l'information* »; tout en reconnaissant la convergence entre les deux critères, les auteurs soulignent, par ailleurs, que le critère de l'impact sur la décision de l'investisseur raisonnable est plus approprié dans certaines circonstances, notamment en matière de sollicitation de procurations, puisque la divulgation des faits importants exigée par la réglementation dans ce contexte a pour but de permettre aux actionnaires de prendre des décisions éclairées sur les questions qui leur sont soumises, sans qu'il y ait nécessairement une corrélation entre cette information et le prix des actions.

<sup>238</sup> Pour le critère lié à l'impact sur la valeur ou le cours des titres, voir la définition des termes « fait important » à l'art. 1(1) LVM (Ontario); au Québec, la notion de « fait important » est également liée à la preuve d'une incidence sur la valeur ou le cours des titres, voir l'art. 13 LVM (Québec), bien que la réglementation fasse aussi référence à l'incidence sur le comportement d'un investisseur dans d'autres dispositions : voir les règlements et la rubrique 18 de l'Annexe XI sur la note d'information relative à une offre publique d'achat ou d'échange. Au Québec, la notion d'« information privilégiée » renvoie à la preuve d'une incidence sur le comportement d'un investisseur raisonnable : voir la définition de ces termes à l'art. 5 LVM (Québec).

L'évaluation de l'existence de la probabilité d'un impact économique représente une tâche particulièrement ardue car elle exige une analyse contextuelle qui tient compte de nombreux facteurs à la fois objectifs et subjectifs<sup>239</sup>. Les éléments suivants pourront ainsi s'avérer pertinents : le nature et l'objectif du mode communication utilisé, l'ensemble de l'information déjà divulguée auprès des investisseurs, la nature et l'évolution des activités de l'entreprise, les actifs, la capitalisation et les résultats financiers de celle-ci, les réactions des investisseurs et des intermédiaires financiers, le prix des titres de l'émetteur et les transactions boursières reliées à ces titres, l'industrie dans laquelle il évolue, les conditions économiques du marché, etc<sup>240</sup>.

La complexité qui caractérise cette question est d'autant plus grande lorsque l'information elle-même est de nature incertaine, contingente ou aléatoire, comme l'illustrent les décisions récentes rendues par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans *YBM Magnex International Inc.* et par la Cour supérieure de l'Ontario dans *Kerr c. Danier Leather Inc.*<sup>241</sup>. Dans cette dernière affaire qui concerne un recours collectif intenté par des investisseurs de la société Les Cuirs Danier, le tribunal devait décider si une information financière prospective, en l'occurrence des prévisions financières contenues dans le prospectus de la société émettrice, constituait une omission de déclarer des faits importants, c'est-à-dire des faits qui, s'ils avaient été divulgués, auraient pu avoir un effet appréciable sur le prix ou la valeur des titres. Pour répondre à cette question, la Cour a pris en considération plusieurs des facteurs énoncés ci-dessus, tout en étant appelée à évaluer la pertinence des témoignages rendus par plusieurs experts en comptabilité

---

<sup>239</sup> Sur l'exigence d'une analyse contextuelle, voir *YBM Magnex International Inc.*, précité note 120, paragr. 93 (Quicklaw); *Kerr c. Danier Leather Inc.*, précité, note 93, paragr. 180.

<sup>240</sup> Dans l'application du critère de l'information importante, les commissions des valeurs mobilières soulignent la nécessité de tenir compte d'un ensemble de facteurs qui sont propres à chaque émetteur. Cette directive apparaît dans l'Instruction 51-201 adoptée à l'été 2002 en matière de communication sélective d'information importante et dans l'Instruction C-40 sur l'information occasionnelle (*Timely Disclosure*) qui était en vigueur entre 1987 et 2002; pour la jurisprudence, voir entre autres *Kerr c. Danier Leather Inc.*, précité, note 93.

<sup>241</sup> *Danier Leather Inc., id.; YBM Magnex International Inc.*, précité, note 120.

et en finance en vue de déterminer l'incidence économique de la divulgation de l'information sur le marché.

Tout comme la décision *Danier Leather*, les jugements rendus au Québec dans les affaires *Blaikie*<sup>242</sup> et *Szaszkiewicz*<sup>243</sup> mettent aussi bien en évidence la difficulté, pour les autorités judiciaires, d'évaluer les effets économiques potentiels de la divulgation d'une information sur le marché des valeurs mobilières. Dans ces deux dernières affaires, la Cour du Québec, chambre pénale, a rejeté les plaintes fondées sur une violation des règles en matière d'opérations d'initiés après avoir considéré comme contradictoire la preuve des cinq experts appelés à témoigner au sujet de l'incidence économique de la divulgation d'un projet d'acquisition.

À l'instar de leurs homologues canadiens, les tribunaux américains sont également aux prises avec ce concept flou de *materiality* dans le cadre des recours intentés en vertu de la législation fédérale sur les valeurs mobilières et alléguant l'existence d'informations fausses ou trompeuses dans les communications diffusées par les émetteurs<sup>244</sup>. Là aussi, les juges sont appelés à évaluer la preuve soumise par les parties qui tentent, à l'aide des experts, de démontrer l'existence ou l'absence d'un effet économique probable d'une information sur le comportement des investisseurs. En cette matière, la jurisprudence américaine fournit d'ailleurs un corpus d'analyses riches et pertinentes pour les tribunaux canadiens.

Dans un marché caractérisé par la présence d'un nombre important d'investisseurs non rationnels ou mal avisés, la question est de savoir si les tribunaux sont en mesure de déterminer l'importance d'une information en examinant les effets à la hausse ou à la baisse dans le prix des actions. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les études en finance comportementale font ressortir plusieurs facteurs psychologiques

---

<sup>242</sup> *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Blaikie*, [1988] R.J.Q. 1461 (C.Q. chambre criminelle et pénale).

<sup>243</sup> *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Szaszkiewicz*, [1989] R.J.Q. 458 (C.Q. chambre criminelle et pénale); sur les concept de l'information importante, voir R. CRÊTE, M. WEISS, *loc. cit.*, note 237; JOHN MAVRIDIS, « Materiality : In Search of a Standard for Disclosure in Quebec » dans *Développements récents en droit des valeurs mobilières (1992)*, Service de la formation permanente – Barreau du Québec, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, 1

<sup>244</sup> *TSC Industries Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976); *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978; T.L. HAZEN, *op. cit.*, note 165, p. 596-612.

qui influent sur le processus décisionnel des investisseurs<sup>245</sup>. Dans l'hypothèse où ces derniers réagissant d'une manière excessive à l'annonce d'une bonne ou d'une mauvaise nouvelle au sujet d'une entreprise, ou encore si, dans un esprit de pure spéculation, ils acquièrent ou vendent des titres sur la base de simples rumeurs non confirmées, les tribunaux seront-ils capables d'identifier les effets de cette irrationalité dans les variations du prix des titres et, le cas échéant, de conclure à l'absence d'une « information importante » selon la définition donnée dans la réglementation? En vue de démontrer l'existence ou l'absence d'une information importante, les parties feront sans doute appel à des spécialistes en analyse financière et peut-être à des experts en finance comportementale pour tenter d'expliquer le comportement des investisseurs et les effets de ce comportement sur le prix des titres.

En vertu de la réforme canadienne, le tribunal aura également la tâche ardue d'établir la part respective de la responsabilité qui incombe à chacun de ces défendeurs dans l'hypothèse où le juge accueille un recours intenté contre plusieurs défendeurs<sup>246</sup>. Si le tribunal conclut que l'émetteur, les administrateurs, les dirigeants et les vérificateurs ont manqué à leurs obligations de diligence dans la préparation et la divulgation d'une information financière, il sera sans doute difficile de quantifier à l'égard de chacun des défendeurs, sous forme de pourcentages, l'importance relative du manquement visé.

L'application du nouveau régime de responsabilité risque aussi de soulever un problème de taille à l'étape de l'évaluation des dommages<sup>247</sup>. Si l'action est accueillie, la réforme canadienne prévoit trois méthodes d'évaluation qui tiennent compte de la perte effectivement subie par les investisseurs ayant disposé de leurs actions après la rectification publique de l'information inexacte divulguée, ou de la différence entre le prix des titres acquis ou vendus et le prix des titres pendant les dix jours qui suivent cette rectification publique<sup>248</sup>. Les tribunaux ne pourront pas se contenter toutefois d'appliquer l'une ou l'autre de ces méthodes, car ils

---

<sup>245</sup> Voir *supra* le texte accompagnant les notes 182-194.

<sup>246</sup> Sur la responsabilité proportionnelle, voir *supra* le texte correspondant aux notes 218 et 219.

<sup>247</sup> Art. 138.5 du régime ontarien ; art. 9.28 et 9.29 du *Projet de loi uniforme*.

<sup>248</sup> *Id.*

seront appelés à écarter, de ces dommages, les montants attribuables aux fluctuations qui ne résultent pas de la divulgation d'une information fautive ou trompeuse<sup>249</sup>. Or, tout comme pour la preuve de l'existence de « faits importants » erronés ou omis, les parties auront, sans doute, recours à des experts afin de démontrer que la perte réelle ou présumée n'était pas reliée à la divulgation d'une information inexacte, mais plutôt à des facteurs qui touchent l'ensemble du marché, telle une récession économique, ou à des facteurs qui touchent l'ensemble d'une industrie ou encore à des facteurs liés à des politiques ou à des décisions prises par l'entreprise elle-même<sup>250</sup>. Cet argument a d'ailleurs été soulevé dans l'affaire *Danier Leather* où la défense, à l'aide du témoignage d'un expert, a tenté en vain de faire la preuve de ces facteurs externes non reliés à la divulgation d'information erronée<sup>251</sup>.

Aux fins du calcul des dommages, il convient également de se demander si les tribunaux devront tenir compte des effets des comportements non rationnels des investisseurs sur les variations dans le prix des titres. Comme nous l'avons évoqué précédemment, dans l'hypothèse où les investisseurs réagissent de manière excessive à l'annonce d'une nouvelle, le tribunal pourra-t-il ou devra-t-il tenir compte de la possibilité d'une surévaluation ou d'une sous-évaluation causée par ces comportements collectifs non rationnels ?<sup>252</sup> Voici comment un auteur américain résume les risques d'erreur de la part des juges appelés à identifier les effets d'une information trompeuse sur le prix des actions :

« Proving the effect of a lie on the price of a security involves analytical techniques that are perhaps too complex for a nonspecialist judge or jury. Though courts are, of course, called upon to use statistical techniques in a variety of situations, the task here is much tougher because there is likely to be substantial disagreement between the parties over what it is that the court should be trying to measure.

---

<sup>249</sup> Art. 138.5 (3) du régime ontarien; art. 9.30 du *Projet de loi uniforme*.

<sup>250</sup> *Laidley c. Kovalik*, [1994] A.Q. No. 626 (C.A. Québec), paragr. 18 (J. Gendreau, dissident).

<sup>251</sup> *Kerr c. Danier Leather Corp.*, précitée, note 93, paragr. 366-368.

<sup>252</sup> Sur la question de la présence d'un nombre important d'investisseurs non rationnels et mal avisés dans le marché et sur les effets de leur comportement sur le prix des titres, voir *supra* le texte correspondant aux notes 188-194.

There is, unfortunately, no easy way to determine which price moves are relevant to the damages calculation, and any intuitive shortcuts the court may take are likely to result in significant errors<sup>253</sup>.

Dans l'analyse des recours fondés sur la divulgation d'informations inexactes dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières aux États-Unis, les auteurs font également bien ressortir la difficulté pour les tribunaux d'appréhender les questions touchant ce marché<sup>254</sup>. Dans leur étude publiée en 2002, les professeurs Bainbridge et Gulati soulignent que les juges, de façon générale, possèdent une faible expertise sur la dynamique des marchés financiers et sur le comportement des investisseurs<sup>255</sup>. Ces auteurs précisent également que les juges peuvent difficilement acquérir une telle expertise en raison du nombre relativement peu élevé de litiges en ce domaine, de même que du manque de temps et de ressources auxquels ces derniers sont confrontés<sup>256</sup>. À ces contraintes institutionnelles s'ajoutent des limites cognitives qui, comme le prétendent Bainbridge et Gulati, peuvent amener les juges, à l'instar de tout être humain, à prendre des raccourcis heuristiques pour minimiser l'effort d'analyse que nécessite la résolution de problèmes hautement complexes et techniques<sup>257</sup>.

Ces auteurs identifient une dizaine de ces raccourcis, c'est-à-dire des précédents ou des principes bien établis dans la jurisprudence américaine que les juges peuvent invoquer pour rejeter un recours ou en disposer rapidement à un stade préliminaire d'une poursuite judiciaire,

---

<sup>253</sup> P.G. MAHONEY, «Precaution Costs and The Law of Fraud in Impersonal Markets», (1992) 78 *Va. L.Rev.* 623, p. 659, 660.

<sup>254</sup> S.M. BAINBRIDGE, G.M. GULATI, «How Do Judges Maximize? (The Same Everybody Else Does – Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Decisions», (2002) 51 *Emory L. J.* 83; D. LANGEVOORT, «Are Judges Motivated to Create “Good” Securities Fraud Doctrine?», (2002) 51 *Emory L. J.* 309; M. GULATI, J.J. RACHLINSKI, D.C. LANGEVOORT, «Fraud by Hindsight», (2004) 98 *Nw. U. L. Rev.* 773; P. G. MAHONEY, «Precaution Costs and The Law of Fraud in Impersonal Markets», (1992) 78 *Va. L. Rev.* 623.

<sup>255</sup> S.M. BAINBRIDGE, G.M. GULATI, *id.*, p. 84-86, 103.

<sup>256</sup> S.M. BAINBRIDGE, G.M. GULATI, *loc. cit.*, note 254, p. 86.

<sup>257</sup> *Id.*, p. 101 et suiv. Concernant les biais cognitifs susceptibles d'influer sur le processus décisionnel des tribunaux, voir aussi R.A. PRENTICE, J.K. KOEHLER, «A Normality Bias in Legal Decision Making», (2003) 88 *Cornell L. Rev.* 583.

plutôt que de prendre une décision à la suite d'un examen approfondi des questions soulevées<sup>258</sup>. Parmi ces principes, nous retrouvons celui désigné par l'expression anglaise « *puffery* » qui fait référence aux énoncés optimistes exprimés par les dirigeants des compagnies<sup>259</sup>. Même si ces représentations sont parfois inexactes, les tribunaux considèrent, en certaines circonstances, que celles-ci ne constituent pas une « information importante » et, en conséquence, rejettent les recours en dommages-intérêts fondés sur la divulgation de ce genre d'énoncés<sup>260</sup>. Un autre exemple de ces principes appliqués par les juges a trait à l'importance accordée aux réserves exprimées par la direction de l'entreprise au regard de ses prédictions ou de ses projections et que l'on connaît sous l'expression « *bespeaks caution* »<sup>261</sup>. Dans le cas où les dirigeants ont exprimé des réserves ou des nuances dans les documents diffusés, comme par exemple un prospectus, les tribunaux rejettent de nouveau les recours en insistant sur l'importance de tenir compte de ces énoncés dans l'évaluation du caractère faux ou trompeur d'une information.

Ces recherches mettent bien en évidence les écueils que soulève l'application d'un régime de responsabilité civile dans le contexte du marché des valeurs mobilières. Tout en reconnaissant ces difficultés, il n'est pas certain toutefois que les tribunaux canadiens seraient enclins à adopter des raccourcis heuristiques dans le but de disposer rapidement des poursuites intentées dans ce contexte<sup>262</sup>. Au Canada, la jurisprudence rendue actuellement dans le domaine des valeurs mobilières demeure peu abondante et permet difficilement de dégager des précédents ou une série de principes comparables à ceux développés au sud de la frontière. Dans la perspective de la réforme canadienne discutée ci-dessus, il faut admettre, par ailleurs, que la tâche des juges sera particulièrement difficile dans la mesure où ils devront attacher une grande importance à la preuve

---

<sup>258</sup> S.M. BAINBRIDGE, G.M. GULATI, *loc. cit.*, note 254, p. 113 et suiv.

<sup>259</sup> En français, le terme « *puffery* » pourrait correspondre aux termes suivants : « vœux pieux », « manœuvres de relations publiques », « boniments », « camouflage », « propos boursoufflés ».

<sup>260</sup> S.M. BAINBRIDGE, G.M. GULATI, *loc. cit.*, note 254, p. 119-122.

<sup>261</sup> *Id.*, p. 122, 123.

<sup>262</sup> À titre d'exemple, la lecture de la décision rendue dans *Danier Leather*, précitée, note 93 ne donne aucune indication d'une volonté, pour le tribunal, de minimiser les efforts d'analyse.

soumise par les experts, alors que celle-ci, selon toute vraisemblance, s'avérera contradictoire.

Afin de minimiser les risques d'erreur judiciaire dans ce genre de litige, n'y aurait-il pas lieu, dès lors, d'envisager la possibilité, pour le juge, de désigner lui-même un expert ou plusieurs experts pour l'aider à apprécier la preuve technique ou complexe soumise par les parties? Au Québec, le *Code de procédure civile* confère au tribunal le pouvoir d'ordonner la désignation d'un expert pour « l'examen, la constatation et l'appréciation de faits relatifs au litige »<sup>263</sup>. Pour le moment toutefois, il semble que de telles initiatives prises par les juges demeurent peu fréquentes en raison des coûts importants qu'elles engendrent pour les parties qui font déjà appel à leurs propres experts.

La prise en considération de la complexité de ces litiges fait aussi ressortir la nécessité de mettre en place un système d'administration de la justice qui favorise le recours à des juges spécialisés dans le domaine du droit des affaires, comme l'illustre l'orientation prise, depuis 1991, par la Cour supérieure de l'Ontario et plus récemment, par l'adoption, au Québec, de règles de pratique relatives aux actions instruites devant la Chambre commerciale de la Cour supérieure<sup>264</sup>. En Ontario, la direction de la Cour supérieure a établi, pour la région de Toronto, une liste de juges (*commercial list*) qui, en raison de leur expertise et de leur expérience, siègent dans le cadre de litiges commerciaux touchant, entre autres, le droit des sociétés et des valeurs mobilières. Les directives publiées à cet égard insistent également sur l'importance, pour le juge chargé de la gestion d'instance et pour les parties, d'explorer la possibilité de recourir aux diverses méthodes de règlement à l'amiable<sup>265</sup>. Bien que plus récente, la Chambre commerciale de la Cour supérieure du Québec, établie dans la région de Montréal depuis 2001, peut également exercer

---

<sup>263</sup> Voir les art. 414, 415 C.p.c.

<sup>264</sup> ONTARIO COURTS, *Superior Court of Justice – Toronto Region – Practice Direction Concerning the Commercial List*, Feb. 2002, [en ligne] [[http://www.ontariocourts.on.ca/superior\\_court\\_justice/notices/commercial.htm](http://www.ontariocourts.on.ca/superior_court_justice/notices/commercial.htm)] (1-10-2004); *Règles de pratique de la Cour supérieure du Québec en matière civile*, R.R.Q., 1981, c. C-25. La Chambre commerciale de la Cour supérieure, mise en place en 2001, entend les causes, notamment, en matière de faillite et d'insolvabilité, de restructuration, de liquidation, de sociétés par actions, de banques, d'arbitrage commercial et de valeurs mobilières.

<sup>265</sup> *Id.*, p. 7.

une fonction importante pour résoudre des conflits complexes en droit des affaires<sup>266</sup>.

Comme complément au forum judiciaire traditionnel, le recours aux méthodes alternatives de règlement des litiges apparaît aussi une voie prometteuse pour faciliter le règlement des différends d'une grande complexité qui exigent des expertises diverses. Depuis les années 80, le gouvernement québécois, les tribunaux et les associations professionnelles font des efforts importants au plan institutionnel pour promouvoir le recours à ces modes de résolution des conflits<sup>267</sup>. Dans le cadre du processus de gestion d'instance, les tribunaux québécois, à l'instar de leurs homologues ontariens, auront ainsi intérêt à inciter les parties à recourir à ces pratiques de règlement qui permettent de faire appel à des tiers indépendants qui possèdent une expertise ou une expérience particulière en vue de résoudre un conflit<sup>268</sup>. La procédure d'arbitrage, notamment, peut s'avérer une alternative intéressante pour régler un conflit complexe qui nécessite des compétences spécialisées dans plusieurs secteurs.

## Conclusion

Avec la mise au jour des récents scandales financiers qui ont ébranlé le marché des valeurs mobilières depuis le début des années 2000, la fiabilité de l'information financière et la qualité de la vérification sont devenues des sujets de préoccupation majeure pour les autorités régulatrices. Les révélations sur des manipulations comptables importantes ont contribué à déclencher une crise de confiance majeure dans le marché des valeurs mobilières. Dans les efforts entrepris en vue de rétablir cette confiance, les autorités régulatrices ont réagi promptement pour proposer ou adopter divers projets de réforme en matière de gouvernance d'entreprise. Une des initiatives importantes prises en ce sens provient des législatures de l'Ontario et de la Colombie-Britannique qui ont modifié respectivement leur loi sur les valeurs mobilières en y intégrant un nouveau régime restreint de responsabilité civile en vue d'assurer la divulgation d'une information véridique et

---

<sup>266</sup> *Supra*, note 264.

<sup>267</sup> R. CRÊTE, S. ROUSSEAU, *op. cit.*, note 80, p. 891-894.

<sup>268</sup> Sur la gestion d'instance, voir les art. 151.1- 151.23 du *Code de procédure civile*.

complète destinée aux investisseurs du marché secondaire. Dans la même perspective, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont proposé la mise en place d'un régime semblable dans leur *Projet de loi uniforme* soumis en 2003.

Il s'agit là d'une réforme majeure qui, dans le cadre des recours intentés contre les vérificateurs, permet d'écarter les obstacles importants que soulève l'application des régimes traditionnels de droit commun, principalement en prévoyant des présomptions en faveur des demandeurs. Par cet allègement du fardeau de preuve, la réforme rend bien compte de la spécificité du marché secondaire dans lequel participent un grand nombre d'investisseurs qui transigent de manière impersonnelle sans nécessairement lire les documents diffusés par les émetteurs, mais qui peuvent néanmoins subir un préjudice en raison des effets présumés de distorsion sur le prix des titres qu'entraîne la divulgation d'informations inexacts. Les autorités régulatrices canadiennes reconnaissent, toutefois, l'importance de protéger également les intérêts des défendeurs qui, en droit commun, risquent d'encourir une responsabilité démesurée en raison des pertes considérables subies par les investisseurs. Cette préoccupation se manifeste par la mise en place de plusieurs moyens de défense qui varient selon les manquements allégués et les défendeurs visés, de même que par l'imposition de limites au recouvrement des dommages.

Envisagé principalement comme un instrument de dissuasion plutôt que de réparation intégrale, ce régime restreint de responsabilité civile témoigne ainsi d'un désir d'assurer un juste équilibre entre la protection des intérêts des investisseurs et ceux des personnes réglementées. De par ses fonctions expressive et pédagogique, la mise en place de ce régime, de même que la jurisprudence qui en découlera éventuellement pourront également contribuer à mettre en lumière les valeurs de transparence et d'intégrité dans les marchés financiers et à convaincre les acteurs intéressés de l'importance de respecter ces valeurs.

L'analyse qui précède fait ressortir, par ailleurs, certains aspects problématiques de la réforme préconisée. Une des questions que soulève cette étude concerne la reconnaissance implicite des prémisses de la théorie de l'efficacité des marchés, selon lesquelles le prix des titres reflète les prédictions rationnelles de la valeur des titres, à partir de toute l'information disponible et pertinente. Selon la loi ontarienne, la définition du concept de « fait important » qui exige la preuve d'une variation sensible du prix des titres, de même que les présomptions de

causalité et de dommages qui sont fondées sur la preuve d'une fluctuation dans le prix des titres, suggèrent une telle reconnaissance implicite des ces prémisses. Or, la validité ou l'utilité de la théorie de l'efficience des marchés qui présume l'existence d'un comportement rationnel de la part des investisseurs fait l'objet d'une sérieuse remise en question par les chercheurs dans le domaine de la finance comportementale.

Sur la base de recherches qui allient les connaissances en psychologie et en théorie financière, les critiques mettent en évidence l'influence marquante des facteurs d'ordre cognitif et émotionnel qui empêchent les investisseurs d'agir de manière rationnelle, tout en soulignant l'incapacité des investisseurs avertis à corriger les anomalies causées par ces comportements non rationnels. Dans la mesure où le prix des titres reflète cette « irrationalité » collective, il convient alors de se demander s'il est justifié, comme le suggère la réforme envisagée, d'utiliser les variations du prix des titres comme critère pour évaluer l'importance d'une information, de même que pour établir les présomptions de causalité et de dommages. La difficulté de trouver une approche alternative plus appropriée peut, par ailleurs, contraindre les autorités à conserver ce critère. Si tel est le cas, il y aura lieu de reconnaître l'importance des facteurs d'inefficience qui peuvent entraîner une sous-évaluation ou une surévaluation des titres.

L'examen du régime de responsabilité préconisé par les autorités régulatrices canadiennes fait également ressortir les difficultés importantes auxquels les tribunaux seront confrontés éventuellement. Ces derniers seront appelés à interpréter et à appliquer un corpus réglementaire substantiel regroupant des principes aux contours flous et hautement subjectifs, de même que des règles détaillées qui reflètent la grande complexité et l'incertitude des marchés financiers. Leur intervention exigera la prise en compte de multiples facteurs juridiques, économiques et psychologiques qui seront vraisemblablement mis en preuve par des experts provenant de disciplines diverses.

Dans un contexte où le manque d'expertise, de temps et de ressources des juges pourra accroître le risque d'erreurs judiciaires, il sera important de mettre en place des pratiques ou des mécanismes pour assurer une résolution efficace de ce genre de litiges. Dans cette perspective, l'État pourra encourager les mesures, tels la désignation d'experts par le tribunal lui-même, le développement d'un tribunal spécialisé, comme la Chambre commerciale de la Cour supérieure et la nomination de juges qui possèdent une bonne connaissance ou expérience

du droit des affaires, de même que le recours aux méthodes alternatives de résolution des conflits qui permettent de recourir à des personnes possédant une expertise ou une expérience particulière en vue de solutionner un litige.