

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-ROCHE¹

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, 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.

¹ *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 investisseurs². 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

² 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 éclairées³.

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 entreprises⁴. 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 opérations⁵. 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 actions⁶. Tout comme les

³ 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.

⁴ 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.

⁵ 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.

⁶ 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 comptables⁷.

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 vérification⁸. Cette loi a, par la suite, servi de cadre normatif pour l'élaboration de nouvelles règles par la SEC et par les organismes d'autoréglementation⁹.

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 vérificateurs¹⁰. En outre, les ACVM, le Surintendant

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

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

⁹ 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.

¹⁰ 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 cotées¹¹. 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 certification¹². 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 agréés¹³. 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 financiers¹⁴.

ligne] [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] (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] (16-08-2004); le *Règlement 52-110 sur le comité de vérification* [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] (16-08-2004).

¹¹ 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], (26 février 2004); [En ligne], [http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/enjeux/cpab_f.asp], (26 février 2004).

¹² 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] (11-08-2004).

¹³ 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] (7 novembre 2003).

¹⁴ 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 vigueur¹⁵. 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 secondaire¹⁶. 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 2003¹⁷.

¹⁵ *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)*.

¹⁶ *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.

¹⁷ 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] (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] (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 années¹⁸. De même, dans le contexte du marché secondaire, l'information financière occupe une place prédominante dans le régime d'information continue qui

¹⁸ 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), [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 »¹⁹. 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 mobilières²⁰. 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 société²¹. 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 capital²².

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*)²³. 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'émetteur²⁴. Les investisseurs

¹⁹ 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.

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

²¹ 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.

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

²³ 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.

²⁴ Annexe VII du règlement de la LVM.

peuvent ainsi retrouver dans ce rapport des commentaires tant d'un point de vue rétrospectif que prospectif²⁵.

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 titres²⁶. 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 société²⁷.

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 important²⁸. Elles imposent également des sanctions pénales particulières en cas d'information fautive ou trompeuse contenue dans les documents prescrits ou dans une communication orale²⁹. Ce genre de manquement couvre « toute information de nature à induire en erreur sur un fait

²⁵ J. G. MACINTOSH, C.C. NICHOLLS, *op. cit.*, note 19, p. 258.

²⁶ Art. 73 LVM.

²⁷ 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].

²⁸ 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.

²⁹ Art. 196, 197, 204, 208.1 LVM.

important, de même que l'omission pure et simple d'un fait important »³⁰. 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 loi³¹.

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 émetteur³².

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 primaire³³. 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-intérêts³⁴. 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'initiés³⁵. 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

³⁰ Art. 5 LVM.

³¹ Art. 204, 207, 208, 208.1 LVM.

³² 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.

³³ 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.

³⁴ *Id.*

³⁵ Art. 222-233.1 LVM.

continue³⁶. 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 vigueur³⁷. 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 dollars³⁸. Cet écart n'a d'ailleurs pas cessé de croître puisque,

³⁶ Art. 269.1 LVM.

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

³⁸ 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 dollars³⁹. 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 »⁴⁰.

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 institutionnels⁴¹. 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*).

³⁹ 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), [10 août 2004].

⁴⁰ 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.

⁴¹ *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 mobilières⁴².

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 opérations⁴³. 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 actions⁴⁴. 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

⁴² 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) [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), [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), [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) [11-08-2004].

⁴³ 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.

⁴⁴ Voir *supra*, note 6.

raison de leur présumée collaboration ou négligence dans la détection de ces manipulations comptables⁴⁵.

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 américaine⁴⁶. 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 trompeuses⁴⁷. 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 financière⁴⁸. 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 revenus⁴⁹. 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 dépenses⁵⁰. En guise d'exemples, l'étude de la SEC

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

⁴⁶ 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] (11-08-2004).

⁴⁷ 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

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

⁴⁹ *Id.*, p. 2, 6-13.

⁵⁰ 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 financières⁵¹. À la suite de cette accusation, Xerox s'est engagée à payer une amende de 10 millions de dollars⁵². 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'épargne⁵³. 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 cabinets⁵⁴. 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 vérificateurs⁵⁵.

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 marché⁵⁶. 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

⁵¹ *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).

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

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

⁵⁴ *Id.*, p. 3.

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

⁵⁶ 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 2003⁵⁷. 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 extracontractuelle⁵⁸. 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 law⁵⁹. 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 faute⁶⁰. 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

⁵⁷ Voir *supra* notes 15-17.

⁵⁸ J.-L. BAUDOIN, P. DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 6^e 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.

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

⁶⁰ 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 véridique⁶¹. 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 marché⁶². 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. »⁶³ 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 secondaire⁶⁴.

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

⁶¹ S. ROUSSEAU, R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 28, p. 651.

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

⁶³ *Id.*, p. 58.

⁶⁴ *Op. cit.*, note 38, p. 58, 59.

diverses constituantes dont les intérêts peuvent être touchés en raison d'une responsabilité excessive⁶⁵. 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 vérificateurs⁶⁶.

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 transaction⁶⁷. 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,

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

⁶⁶ 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.

⁶⁷ 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'activités⁶⁸.

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 inexactes⁶⁹. 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 gagnant⁷⁰. 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 judiciaires⁷¹. L'auteur reconnaît, par ailleurs, l'existence

⁶⁸ Voir *infra* le texte correspondant aux notes 83-95.

⁶⁹ 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.

⁷⁰ D.C. LANGEVOORT, *id.*, p. 646-648.

⁷¹ *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 minimales⁷². 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 avocats⁷³. 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 dommages⁷⁴. 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 intègre⁷⁵. 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»⁷⁶. Récemment, la Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Cartaway*

⁷² *Id.*, p. 647, 658.

⁷³ *Loc. cit.*, note 69, p. 648-650.

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

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

⁷⁶ 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.*⁷⁷, a expressément reconnu la fonction dissuasive des sanctions imposées par les commissions des valeurs mobilières en faisant référence à cette méthode d'analyse⁷⁸. 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 secondaire⁷⁹.

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 négligent⁸⁰. 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 émotionnel⁸¹. 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 derniers⁸². L'atteinte à

⁷⁷ *Cartaway Resources Corp.*, 2004 CSC 26.

⁷⁸ *Id.*, parag. 52-62.

⁷⁹ 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.

⁸⁰ 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.

⁸¹ 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.

⁸² 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 condamnation⁸³. 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 vérification⁸⁴. 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 irréguliers⁸⁵. 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 responsabilité⁸⁶. Même dans l'hypothèse où l'information est disponible, le manque d'expertise des investisseurs en matière comptable

⁸³ 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.

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

⁸⁵ *Supra*, note 83.

⁸⁶ 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 demande⁸⁷. 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 investissements⁸⁸. 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 poursuite⁸⁹. 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.»⁹⁰

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

⁸⁷ 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.

⁸⁸ 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.

⁸⁹ 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).

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

préparation ou à l'exercice du recours collectif⁹¹. 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 mobilières⁹². 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 prospectus⁹³. Plusieurs raisons d'ordre juridique, économique et social peuvent expliquer le nombre peu élevé de poursuites de cette nature⁹⁴. Dans le contexte du marché secondaire, l'examen des

⁹¹ 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.

⁹² 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.

⁹³ *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.

⁹⁴ 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 canadiens⁹⁵.

Aux États-Unis, le nombre de poursuites civiles intentées dans le domaine des valeurs mobilières apparaît plus important comparativement au contentieux judiciaire canadien⁹⁶. 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 ouvertes⁹⁷. 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 année⁹⁸. 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] (16-10-2004); P.G. UNTERBERG, F. LEBEAÛ, *loc. cit.*, note 91.

⁹⁵ *Id.*

⁹⁶ PWC, 2003 *PricewaterhouseCoopers Securities Litigation Study*, [En ligne] [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.

⁹⁷ *Id.*

⁹⁸ 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 dollars⁹⁹. 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 chercheurs¹⁰⁰.

Au cours des années 90, cette activité judiciaire dans le secteur des valeurs mobilières a soulevé un vif débat parmi les intervenants intéressés¹⁰¹. 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 cour¹⁰². Certains évoquaient alors

⁹⁹ 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] (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]. 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] (17-08-2004).

¹⁰⁰ 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.

¹⁰¹ 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.

¹⁰² 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'action¹⁰³. 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 parties¹⁰⁴.

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*¹⁰⁵, 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 mobilières¹⁰⁶. 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.

¹⁰³ 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] (10 sep. 2004).

¹⁰⁴ 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.

¹⁰⁵ Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737.

¹⁰⁶ 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 civile¹⁰⁷.

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 réforme¹⁰⁸. 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 frivoles¹⁰⁹. Des données récentes montrent également qu'un nombre peu élevé de vérificateurs font l'objet de poursuites dans le cadre des recours

¹⁰⁷ 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).

¹⁰⁸ 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.

¹⁰⁹ 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] (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 trompeuses¹¹⁰. 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%¹¹¹. 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 départ¹¹².

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 standards¹¹³. Selon les termes de la professeure Frison-Roche : « [à] cette aune, la finance est une source qui absorbe des messages »¹¹⁴.

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

¹¹⁰ CORNERSTONE RESEARCH, *op. cit.*, note 46, p. 15.

¹¹¹ *Id.*

¹¹² 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.

¹¹³ 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.

¹¹⁴ 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»¹¹⁵.

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.*¹¹⁶ 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'épargne¹¹⁷. 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 approfondie¹¹⁸. À l'égard des vérificateurs plus particulièrement, le tribunal a pris en considération les

¹¹⁵ 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.

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

¹¹⁷ 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.

¹¹⁸ *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 financiers¹¹⁹. 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 tribunaux¹²⁰. 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 clients¹²¹. 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 ultérieures¹²².

¹¹⁹ Précitée, note 116, p. 703.

¹²⁰ 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.

¹²¹ 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) [4 août 2004].

¹²² 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 loi¹²³. 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 financiers¹²⁴. 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 raisonnable¹²⁵. 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'épargne¹²⁶. 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/fmdwebsitefrench.nsf/AllDoc/794E080CE226287E85256F40005F9E8E/\\$File/SECMA_OCT04.PDF](http://www.fasken.com/web/fmdwebsitefrench.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].

¹²³ 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.

¹²⁴ STIKEMAN ELLIOTT, *id.*, p. 34, 35.

¹²⁵ Art. 138.4 (7)h) LVM (Ontario).

¹²⁶ *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 légales¹²⁷.

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 secondaire¹²⁸. 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 secondaire¹²⁹. Pour sa part, le gouvernement

¹²⁷ STIKEMAN ELLIOTT, *op. cit.*, note 123, p. 37.

¹²⁸ 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.

¹²⁹ «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 investisseurs¹³⁰. 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 problématique¹³¹. 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 continue¹³². 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 Allen¹³³.

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

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

¹³¹ 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.

¹³² 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.

¹³³ 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] (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'envergure¹³⁴. 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 commun¹³⁵. 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 poursuite¹³⁶. 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 abusives¹³⁷.

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 vigueur¹³⁸. 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

¹³⁴ 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

¹³⁵ *Rapport final du comité Allen*, *id.*, p. 8-12.

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

¹³⁷ *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.

¹³⁸ Voir *supra* note 15.

décembre 2003, de la *Loi uniforme sur les valeurs mobilières*¹³⁹. 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 mobilières¹⁴⁰. 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 secondaire¹⁴¹.

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 étrangers¹⁴².

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

¹³⁹ Le *Projet de loi uniforme*, précité, note 17; CVMQ, *Communiqué*, Montréal, 16 déc. 2003, en ligne : http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/communiquerpcom539.pdf (consulté le 11-02-04).

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

¹⁴¹ *Supra*, note 16.

¹⁴² 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-paragraphes¹⁴³. 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-sections¹⁴⁴. Comparativement à l'approche retenue par la législature ontarienne et par les ACVM, le régime adopté

¹⁴³ Voir la partie XXIII.1 du régime ontarien.

¹⁴⁴ 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 législation¹⁴⁵.

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 défendeurs¹⁴⁶. 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 poursuivis¹⁴⁷. Dans la dernière section du régime, les autorités régulatrices canadiennes prévoient une procédure d'autorisation préalable pour intenter le recours,

¹⁴⁵ 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.

¹⁴⁶ Voir *infra* le texte correspondant aux notes 196-211.

¹⁴⁷ 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 extinctive¹⁴⁸.

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 mobilières¹⁴⁹. 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 grave¹⁵⁰. 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 paragraphes¹⁵¹.

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

¹⁴⁸ 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.

¹⁴⁹ 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.

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

¹⁵¹ 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'information¹⁵². 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 loi¹⁵³. 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

¹⁵² 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.

¹⁵³ 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 pédagogique¹⁵⁴.

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 régime¹⁵⁵. 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 précises¹⁵⁶. 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 averti¹⁵⁷. 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

¹⁵⁴ STIKEMAN ELLIOTT, *op. cit.*, note 123; OSLER, HOSKIN & HARCOURT, *op. cit.*, note 123.

¹⁵⁵ 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^e éd., London, Sweet & Maxwell, 1990, p. 80.

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

¹⁵⁷ 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 loi¹⁵⁸. 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 secondaire¹⁵⁹. 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 important¹⁶⁰. 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 électroniques¹⁶¹. La loi s'applique également aux déclarations orales publiques, notamment lorsque des représentants de

¹⁵⁸ *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.

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

¹⁶⁰ 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.

¹⁶¹ 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 public¹⁶².

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 expert¹⁶³.

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 québécois¹⁶⁴.

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

¹⁶² 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*.

¹⁶³ 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*.

¹⁶⁴ 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 défendeurs¹⁶⁵. 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 américaine¹⁶⁶.

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 influentes¹⁶⁷. 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 document¹⁶⁸. 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 prévisibilité¹⁶⁹.

¹⁶⁵ *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.

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

¹⁶⁷ 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*.

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

¹⁶⁹ 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 titres¹⁷⁰. En common law, comme le montre la décision rendue dans *Carom c. Bre-X Minerals Ltd*¹⁷¹, 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.*¹⁷² 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 inexacte¹⁷³.

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

¹⁷⁰ 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*.

¹⁷¹ *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.

¹⁷² 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.

¹⁷³ 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*¹⁷⁴. 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»¹⁷⁵. 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»¹⁷⁶.

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 subi¹⁷⁷. 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 erronée¹⁷⁸. 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

¹⁷⁴ *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.

¹⁷⁵ *Basic v. Levinson, id.*, S. Ct., p. 991.

¹⁷⁶ *Basic v. Levinson*, précité, note 174, S. Ct., p. 992.

¹⁷⁷ 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*.

¹⁷⁸ *Id.*

