

**BULLETIN DE L'AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS**

5 mai 2006, Vol. 3, n° 18

Section Information générale

Section Information générale

Table des matières

1. Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (BDRVM)
 - Rôle d'audiences du BDRVM;
2. Décision n° 2006-BDRVM-0025– *Autorité des marchés financiers c. Fonds de placements Excellence et als.* (Ordonnance de prolongation de blocage)
(numéro attribué par l'Autorité des marchés financiers pour les fins de la mise à jour de ses bases documentaires);
3. Décision n° 2006-BDRVM-0026– *Claude Garcia c. Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal Inc.*. (Décision sur objection préliminaire)
(numéro attribué par l'Autorité des marchés financiers pour les fins de la mise à jour de ses bases documentaires);

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
1°	<i>Autorité des marchés financiers (Proulx et al.) c. 9114-9716 Québec Inc. faisant affaire sous le nom de (F.A.S.N.) Groupe Conseil Cogetax et Yvon Laroche et Jean-François Laroche et Johanne Lévesque et Yvan Barrette et Groupe Consultants de BASL Inc. et Groupe BASL en Équité Inc. (Deveau, Lavoie, Bourgeois, Lalande & Associés) et C.P.D. Cité de Shawinigan et C.P.D. de St-Boniface-de-Shawinigan et C.P.D. du Sud de l'Islet et C.P.D. des Hautes-Terres (L'Islet) et C.P. de la Vallée de l'Or, intimés</i>	2006-005	Alain Gélinas Jean-Pierre Major	10 mai 2006, 9 h 30	Demande de prolongation de blocage de fonds et interdiction d'opérations sur valeurs [LVMQ-249, 250, 265 et 323.7]	Avis d'audience du 24 avril 2006 À la suite de l'audience <i>ex parte</i> du 9 février 2006 et de l'ordonnance de blocage et interdiction du 10 février 2006 ainsi que des audiences du 26 et 27 avril 2006

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
2°	<i>Autorité des marchés financiers c. Corporation Services de Gestion Mount Real / Mount Real Management Services Corporation et Corporation de Capital Mount Real / Mount Real Capital Corporation et La Corporation Mount Real Auto Plus / Mount Real Auto Plus Corporation et Services Mount Real Inc / Mount Real Services Inc. et La Corporation de Services de Gestion Financière Mount Real / Mount Real Financial Management Services Corporation et Marchés de Capitaux Mount Real Ltée / Mount Real Capital Markets Ltd et Mount Real Management Ltd et Real Credit Corporation et Mount Real International Ltd et Real Reader Inc. et My Comptroller Services Inc., défenderesses, Raymond Chabot Grant Thornton & Cie, Banque de Montréal, mises en causes</i>	2005-024	Jean-Pierre Major Alain Gélinas Gerald La Haye	17 mai 2006, 9 h 30	Demande de prolongation de blocage (LVM-250, 2 ^e al.)	À la suite de l'avis d'audience du Bureau du 2 mai 2006

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
3°	<i>Autorité des marchés financiers c. Corporation Mount Real / Mount Real Corporation et Gestion MRACS Ltée / MRACS Management Ltd et Investissements Real Vest Ltée / Real Vest Investment Ltd et Corporation Real Assurance Acceptation / Real Assurance Acceptance Corporation et Valeurs Mobilières IForum Inc. / IForum Securities Inc. et Services Financiers IForum Inc. / IForum Financial Services Inc. et Lino P. Matteo et Laurence Henry et Joseph Pettinicchio et Andris E. Spura et Paul D'Andrea et Lowell Holden et Laraine Lyttle (défendeurs), B2B Trust et Services Financiers Penson Canada Inc. et Banque Royale du Canada (Pl Ville-Marie) et Banque de Montréal et TD Canada Trust; Corporation de Valeurs Mobilières Dundee; Valeurs Mobilières Desjardins Inc.; Corporation Canaccord Capital, (mises en cause).</i>	2005-022	Jean-Pierre Major Alain Gélinas Gerald La Haye	23 mai 2006, 9 h 30	Interdiction d'opération sur valeurs et blocage de fonds [LVM-249 & 265] Demandes (2) de levée partielle du blocage de fonds et de l'interdiction d'opérations sur valeurs	À la suite des audiences du 15 et 28 février et du 5 avril 2006
4°	<i>Autorité des marchés financiers (Heenan Blaikie, Aubut) c. Corporation Media Honeybee/Honeybee Media Corporation et Honeybee Systems America Inc.(Tassé & Vescio)</i>	2006-010	Jean-Pierre Major Alain Gélinas Gerald La Haye	23 mai 2006, 9 h 30	Recommandation au ministre pour la désignation d'un administrateur provisoire [LVMQ-249, 257 et 323.7] <i>Audience pro forma</i>	À la suite de l'ordonnance de désignation d'un administrateur provisoire par le ministre et de la demande d'audience des l'intimés À la suite de l'audience du 20 avril 2006.

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
5°	<i>Autorité des marchés financiers c. Corporation Mount Real / Mount Real Corporation et Gestion MRACS Ltée / MRACS Management Ltd et Investissements Real Vest Ltée / Real Vest Investment Ltd et Corporation Real Assurance Acceptation / Real Assurance Acceptance Corporation et Valeurs Mobilières IForum Inc. / IForum Securities Inc. et Services Financiers IForum Inc. / IForum Financial Services Inc. et Lino P. Matteo et Laurence Henry et Joseph Pettinicchio et Andris E. Spura et Paul D'Andrea et Lowell Holden et Laraine Lyttle (défendeurs), B2B Trust et Services Financiers Penson Canada Inc. et Banque Royale du Canada (Pl Ville-Marie) et Banque de Montréal et TD Canada Trust; Corporation de Valeurs Mobilières Dundee; Valeurs Mobilières Desjardins Inc.; Corporation Canaccord Capital, (mises en cause).</i>	2005-022	Jean-Pierre Major Alain Gélinas Gerald La Haye	24 mai 2006, 9 h 30	Interdiction d'opération sur valeurs et blocage de fonds [LVM-249 & 265] Demandes (2) de levée partielle du blocage de fonds et de l'interdiction d'opérations sur valeurs	À la suite des audiences du 15 et 28 février, du 5 avril et du 23 mai 2006

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
6°	<i>Autorité des marchés financiers c. Corporation Mount Real / Mount Real Corporation et Gestion MRACS Ltée / MRACS Management Ltd et Investissements Real Vest Ltée / Real Vest Investment Ltd et Corporation Real Assurance Acceptation / Real Assurance Acceptance Corporation et Valeurs Mobilières IForum Inc. / IForum Securities Inc. et Services Financiers IForum Inc. / IForum Financial Services Inc. et Lino P. Matteo et Laurence Henry et Joseph Pettinicchio et Andris E. Spura et Paul D'Andrea et Lowell Holden et Laraine Lyttle (défendeurs), B2B Trust et Services Financiers Penson Canada Inc. et Banque Royale du Canada (Pl Ville-Marie) et Banque de Montréal et TD Canada Trust; Corporation de Valeurs Mobilières Dundee; Valeurs Mobilières Desjardins Inc.; Corporation Canaccord Capital, (mises en cause).</i>	2005-022	Jean-Pierre Major Alain Gélinas Gerald La Haye	25 mai 2006, 9 h 30	Interdiction d'opération sur valeurs et blocage de fonds [LVM-249 & 265] Demandes (2) de levée partielle du blocage de fonds et de l'interdiction d'opérations sur valeurs	À la suite des audiences du 15 et 28 février, du 5 avril et des 23 et 24 mai 2006
7°	<i>Claude Garcia c. Autorité des marchés financiers (intimés) (Proulx et al.) et Bourse de Montréal Inc. (Ogilvy Renault)</i>	2005-010	Guy Lemoine Alain Gélinas Jean-Pierre Major	6 juin 2006, 9 h 30	Demande de révision d'une décision de l'Autorité des marchés financiers [LVM-322]	À la suite de la conférence préparatoire du 9 février et des audiences du 27 février, des 21 et 24 avril 2006 et du 1 ^{er} mai 2006.
8°	<i>Autorité des marchés financiers (Proulx et al.) c. Enviromondial Inc. et M^e Alain Houle</i>	2004-008	Guy Lemoine	20 juin 2006, 9 h 30	Demande de prolongation de blocage [LVM-250 (2°)]	Avis d'audience du Bureau du 3 mai 2006

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
9°	<i>Autorité des marchés financiers (Demanderesse) c. Norbourg Gestion d'actifs Inc. et Vincent Lacroix et Norbourg International Inc. et Norbourg Groupe Financier Inc. et Fonds Norbourg Placements Équilibrés et Fonds Norbourg Placements Internationaux et Fonds Norbourg Actions-Situations Spéciales et Fonds Norbourg Débentures Convertibles et Fonds Norbourg Revenus Fixe et Fonds Norbourg Marché Monétaire et Fonds Norbourg Sociétés Émergentes de croissance et Fonds Norbourg Répartition Tactique des Actifs Canadiens et Fonds Évolution Inc. et Fonds Évolution Marché Monétaire et Fonds Évolution Équilibré et Fonds Évolution Répartition d'Actif Canadien et Fonds Évolution Actions Canadiennes Grandes Capitalisations et Fonds Évolution Actions Canadiennes-Valeur et Fonds Évolution Expansion Québec et Fonds Évolution Leaders Mondiaux et Fonds Évolution Américain et Fonds Évolution Obligations et Fonds Évolution Finance et Technologie et Fonds Évolution Démographie Canadienne et Fonds Évolution Tendances Démographiques et Fonds Évolution Sélection FTB et Fonds Évolution RÉA et Fonds Évolution Leaders Mondiaux RER et Fonds Évolution Américain RER et als.</i>	2005-014	Jean-Pierre Major Alain Gélinas	13 juillet 2006, 9 h 30	Demande de prolongation du blocage [LVM-250, 2e al.]	L'audience a été fixée dans la décision n : 2005-014-06 du 26 avril 2006

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
10°	<i>Autorité des marchés financiers (Demanderesse) c. Norbourg Gestion d'actifs Inc. et Vincent Lacroix et Norbourg International Inc. et Norbourg Groupe Financier Inc. et Fonds Norbourg Placements Équilibrés et Fonds Norbourg Placements Internationaux et Fonds Norbourg Actions-Situations Spéciales et Fonds Norbourg Débentures Convertibles et Fonds Norbourg Revenus Fixe et Fonds Norbourg Marché Monétaire et Fonds Norbourg Sociétés Émergentes de croissance et Fonds Norbourg Répartition Tactique des Actifs Canadiens et Fonds Évolution Inc. et Fonds Évolution Marché Monétaire et Fonds Évolution Équilibré et Fonds Évolution Répartition d'Actif Canadien et Fonds Évolution Actions Canadiennes Grandes Capitalisations et Fonds Évolution Actions Canadiennes-Valeur et Fonds Évolution Expansion Québec et Fonds Évolution Leaders Mondiaux et Fonds Évolution Américain et Fonds Évolution Obligations et Fonds Évolution Finance et Technologie et Fonds Évolution Démographie Canadienne et Fonds Évolution Tendances Démographiques et Fonds Évolution Sélection FTB et Fonds Évolution RÉA et Fonds Évolution Leaders Mondiaux RER et Fonds Évolution Américain RER et als.</i>	2005-014	Jean-Pierre Major Alain Gélinas	13 juillet 2006, 9 h 30	Blocage de fonds, interdiction d'opération sur valeurs et suspension de l'inscription de personnes inscrites [LVM-152, 249 & 265] Audition <i>pro forma</i> de la demande d'intervention d'Yves Lauzon et suite de l'audition de la demande d'intervention de Jean Solinas & als.	À la suite de la décision du Bureau du 24 août 2005, de l'audience <i>pro forma</i> du 9 septembre 2005 ainsi que des audiences des 20, 21 et 29 septembre 2005, des 12, 13 et 14 octobre 2005 et du 16 novembre 2005, du 25 janvier 2006 et des audiences <i>pro forma</i> du 19 et 25 avril 2006.

RÔLE DES AUDIENCES						
N°	PARTIES (AVOCATS)	N° DU DOSSIER	MEMBRE(S)	DATE	NATURE	COMMENTAIRES
11°	<i>Autorité des marchés financiers (Proulx et al.) (Demanderesse) c. Norbourg Gestion d'actifs Inc. et Norbourg International Inc. et Norbourg Groupe Financier Inc. et Fonds Norbourg Placements Équilibrés et als. (Lapointe, Rosenstein) (Intimés)</i>	2005-015	Jean-Pierre Major Alain Gélinas	13 juillet 2006, 9 h 30	Décision du Bureau à l'effet de recommander la nomination d'un administrateur provisoire (LVM-257 & 258) Audience <i>pro forma</i> sur la requête des intimés	À la suite de la décision du Bureau du 24 août 2005, de l'audience <i>pro forma</i> du 9 septembre 2005 ainsi que des audiences des 20, 21 et 29 septembre 2005, des 12, 13 et 14 octobre 2005, du 16 novembre 2005, du 25 janvier 2006 ainsi que des audiences <i>pro forma</i> du 19 et 25 avril 2006.
12°	<i>Autorité des marchés financiers (Proulx et al.) c. Vincent Lacroix et MCA Valeurs Mobilières Inc. et Ressources Dianor Inc.</i>	2005-016	Jean-Pierre Major Alain Gélinas	13 juillet 2006, 9 h 30	Demande de prolongation de blocage [LVM-250, 2e al.]	L'audience a été fixée dans la décision n : 2005-016-03 du 26 avril 2006
13°	<i>Autorité des marchés financiers (Proulx et al.) c. Norbourg Gestion d'actifs Inc. et Ascensia Capital Inc. (anciennement Norbourg International Inc.) et Norbourg Groupe financier Inc. et Groupe de Fonds Évolution et Groupe de Fonds Norbourg et Richard Messier C.A., Ernst & Young, administrateur provisoire de Norbourg Gestion d'Actifs et als. (Borden Ladner Gervais) RSM Richter Inc., syndic dans les faillites des sociétés Norbourg (Gowling Lafleur Henderson) (INTERVENANTS)</i>	2005-020	Jean-Pierre Major Alain Gélinas	13 juillet 2006, 9 h 30	Demande de recommandation au ministre de liquider les biens, de liquider les sociétés et de nommer un liquidateur pour le tout [LVM-261 (3°) & (4°)] Audience <i>pro forma</i> sur la demande de liquidation des sociétés Norbourg	Audience suite à l'avis d'audience du 30 septembre 2005 et des audiences du 14 octobre 2005, du 19 octobre 2005 du 16 novembre 2005, du 25 janvier 2006 et des audiences <i>pro forma</i> du 19 et 25 avril 2006.

Salle d'audience : 500, boulevard René-Lévesque Ouest
Bureau 16.40, Montréal (Québec) H2Z 1W7

Pour plus de renseignements, veuillez communiquer avec M^c Claude St Pierre, Secrétaire général à l'adresse suivante :
500, boulevard René-Lévesque Ouest, Bureau 16.40, Montréal (Québec) H2Z 1W7 Tél. : (514) 873-2211

Courriel : secretariat@bdrvm.com

www.bdrvm.com

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2005-012
DÉCISION N° : 2005-012-05

DATE : le 12 avril 2006

EN PRÉSENCE DE : M^e JEAN-PIERRE MAJOR
M^e ALAIN GÉLINAS

**AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS**

DEMANDERESSE

c.

**FONDS DE PLACEMENTS
EXCELLENCE**

et

**PLACEMENTS «PARTS»
EXCELLENCE INC.**

et

BANQUE DE MONTRÉAL

INTIMÉS

et

BLC TRUST

et

**TRUST LA LAURENTIENNE CANADA
INC.**

INTERVENANTS

ORDONNANCE DE PROLONGATION DE BLOCAGE
[arts. 250 (2^e al.), *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1) & art. 93 (3^o), *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (L.R.Q., chap. A-33.2)]

M^e Richard Proulx
Procureur de l'Autorité des marchés financiers

M^e Éric Vallières
Procureur des intervenants

Date d'audience : 12 avril 2006

DÉCISION

Le 3 août 2005, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « *Bureau* ») a, à la demande de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'*Autorité* »), demanderesse en la présente instance, prononcé à l'encontre des intimés une ordonnance de blocage en vertu des articles 249 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec¹, ainsi que de l'article 93 (3°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*² (ci-après la « *Loi sur l'Autorité* »). Cette ordonnance se lisait comme suit :

1. ordonne au Fonds de placements Excellence et à la société Placements « Parts » Excellence inc. de ne pas retirer de fonds du compte n° 1033-831 auprès de la Banque de Montréal qui est située au 1600, boulevard Lebourgneuf, succursale boulevard Galeries de la Capitale, Québec (Québec) ; et
2. ordonne à la Banque de Montréal située au 1600, boulevard Lebourgneuf, succursale boulevard Galeries de la Capitale, Québec, (Québec) de ne pas se départir des fonds qu'elle a en sa possession dans le compte n° 1033-831.

Tel que stipulé à l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³, l'ordonnance rendue en vertu de l'article 249 prend effet pour une période de 90 jours et est renouvelable. À la demande de l'Autorité, le Bureau a prolongé l'ordonnance de blocage le 27 octobre 2005, le 26 janvier 2006 et le 22 mars 2006.

Exceptionnellement et tenant compte du consentement des parties, la décision du 22 mars 2006 prolongeait l'ordonnance de blocage pendant seulement 27 jours, soit jusqu'au 19 avril 2006. Cette décision fixait également la date de l'audience lors de laquelle l'Autorité demanderait un renouvellement de l'ordonnance de blocage au 12 avril 2006. Ainsi, les parties ont été avisées de la tenue de l'audience le 12 avril 2006 par la décision du 22 mars 2006 qui leur fut dûment signifiée.

Pour une raison que le Bureau ignore, le procureur des intimés Fonds de placements Excellence et Placements « Parts » Excellence inc. ne s'est pas présenté lors de l'audience du 12 avril 2006. Par ailleurs, monsieur Jean Desbiens, président de Placements « Parts » Excellence inc., la société par actions qui est gérant du fonds intimés, était présent à l'audience du 12 avril et a demandé le droit de s'adresser au Bureau. Le Bureau a permis à M. Desbiens de s'exprimer mais lui a refusé de plaider pour l'intimée Placements « Parts » Excellence inc. Ce refus du Bureau était motivé, d'une part, par le fait que M. Desbiens n'est pas personnellement partie à la présente instance et, d'autre part, par l'article 32 du *Règlement sur les règles de*

1. L.R.Q., c. V-1.1.

2. L.R.Q., c. A-33.2.

3. Précitée, note1.

*procédure Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*⁴ qui prévoit ce qui suit :

« Les personnes morales et les entités qui n'ont pas de personnalité juridique sont tenues de se faire représenter par avocat devant le tribunal ».

Lors de l'audience, le procureur de l'Autorité a fait entendre l'enquêteur en charge du dossier. Ce dernier a expliqué au Bureau qu'il poursuivait son enquête et n'a pu préciser le temps encore nécessaire à celle-ci.

Le procureur de l'Autorité a soumis au Bureau que les motifs sous-jacents à la demande de l'Autorité du 3 août 2005 sont toujours présents, motifs qui ont mené à l'adoption de l'ordonnance de blocage originale du 3 août 2005.

Le procureur des intervenants a pour sa part affirmé que la saisie avant jugement qui a été obtenue par ses clients devant la Cour supérieure est toujours en vigueur.

Par conséquent, après avoir analysé le dossier et entendu les représentations du procureur de l'Autorité ainsi que celles du procureurs des intervenants, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, en vertu du deuxième alinéa de l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵ et de l'article 93 (3°) de la *Loi sur l'Autorité*⁶, prolonge l'ordonnance de blocage initialement émise le 3 août 2005 pour une période de 90 jours à compter du 19 avril 2006.

Fait à Montréal, le 12 avril 2006

(S) Jean-Pierre Major

Me Jean-Pierre Major, vice-président

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, vice-président

COPIE CONFORME

(S) Claude St Pierre

**Claude St Pierre, secrétaire général
Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières**

**LVM-249, 250 (2^e al.), 265 & 323.7
LAMF-93(3°)**

4. R.Q., c. V-1.1, r.0.1.3.

5. *Ibid.*

6. Précitée, note 2.

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2005-010

N° DE DÉCISION : 2005-010-02

DATE : le 19 avril 2006

EN PRÉSENCE DE : M^e GUY LEMOINE
M^e JEAN-PIERRE MAJOR
M^e ALAIN GÉLINAS

CLAUDE GARCIA

DEMANDEUR

C.

**AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS**

INTIMÉE

ET

BOURSE DE MONTRÉAL INC.

MISE EN CAUSE

DÉCISION SUR OBJECTION PRÉLIMINAIRE

*[art. 57 Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et
de révision en valeurs mobilières (2004) 136 G.O. II, 4695]*

M. Claude Garcia

M^e Jacques Breton
Procureur de l'Autorité des marchés financiers

M^e William Hesler & M^e Christine Dubé
Procureurs de la Bourse de Montréal Inc.

Date d'audience : 27 février 2006

DÉCISION

LE BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION EN VALEURS MOBILIÈRES, statuant sur une objection préliminaire de la Bourse de Montréal Inc., dans le cadre de la demande de révision d'une décision de l'Autorité des marchés financiers qui a été adressée au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières par M. Claude Garcia, demandeur en l'instance ;

Après avoir étudié le dossier, entendu les parties et délibéré ;

Pour les motifs ci-joints de M^e Alain Gélinas, vice-président du Bureau et les motifs ci-joints de M^e Jean-Pierre Major, vice-président du Bureau ;

REJETTE l'objection préliminaire de la Bourse de Montréal Inc. ;

De son côté, pour les motifs apparaissant ci-après, M^e Guy Lemoine, président du Bureau, aurait accueilli l'objection préliminaire de la Bourse de Montréal Inc. et, de ce fait, rejeté la demande de révision de M. Claude Garcia.

Fait à Montréal, le 19 avril 2006

(S) Guy Lemoine

M^e Guy Lemoine, président

(S) Alain Gélinas

Me Alain Gélinas, vice-président

(S) Jean-Pierre Major

M^e Jean-Pierre Major, vice-président

COPIE CONFORME

(S) Claude St Pierre

**Claude St Pierre, secrétaire général
Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières**

OPINION DE M^e ALAIN GÉLINAS

LES FAITS

Les faits dans la présente affaire sont assez simples et ne sont pas contestés. Tout d'abord, le 18 avril 2005, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« Autorité ») a rendu la décision n° 2005-MC-1329, suite à une demande présentée par la Bourse de Montréal Inc. (ci après la « Bourse ») le 24 mars 2005.

Cette décision dispensait la Bourse, en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹, « de l'obligation d'établir un prospectus et de l'inscription à titre de courtier pour le placement, auprès des salariés et dirigeants de la société et de ceux des sociétés du même groupe, de 200 000 actions ordinaires additionnelles pour un total de 600 000 actions ordinaires de la société, le tout dans le cadre du régime intitulé « Régime d'actionnariat des employés de Bourse de Montréal Inc. » conformément à la notice d'offre du 8 avril 2005 et aux informations déposées auprès de l'Autorité des marchés financiers. »²

À la même date, l'Autorité prononçait la décision n° 2005-MC-1315, suite à une demande contenue dans la lettre du 24 mars des procureurs de la Bourse. Cette décision dispensait la Bourse de l'application des dispositions prévues aux paragraphes n° 3^o, 4^o et 6^o de l'article 2.1 de l'Instruction générale n° Q-3, Les options³ (ci-après l'« Instruction Q-3 ») pour le même placement⁴. Il s'agissait d'une décision ancillaire et connexe à la décision initiale prononcée en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵.

Le 20 mai 2005, le demandeur en la présente instance envoyait une communication électronique au président-directeur général de l'Autorité dans laquelle il référait à « *la décision n° 2005-MC-1329 dispensant la Bourse d'établir un prospectus avant d'émettre 200 000 actions ordinaires de son capital-actions aux employés de la Bourse à un prix de 13,74 \$ l'action* ». Il déclare qu'« [e]n tant qu'actionnaire de la Bourse, j'en appelle de la décision de l'Autorité et je vous demande de la revoir avant la fermeture de la période de souscription, le 6 juin

1. L.R.Q., c.V-1.1.

2. Décision n° 2005-MC-1329 du 18 avril 2005 de l'Autorité, dossier n° 18300, onglet 2 et lettre des procureurs de la Bourse en date du 24 mars 2005, onglet 3.

3. 2003-04-11, Vol. XXXIV, n° 14, BCVMQ ; telle que modifiée par le *Règlement modifiant l'Instruction générale Q-3, Les options*, (2005) 137 G.O. II, 4905.

4. Décision n° 2005-MC-1315 du 18 avril 2005 de l'Autorité, onglet 4.

5. Précitée note 1.

2005, car le prix fixé est largement inférieur, selon moi, à la valeur des actions ordinaires de la Bourse de Montréal. »⁶.

Le 6 juin 2005, le président-directeur général de l'Autorité écrit au demandeur pour l'informer qu' « [à] la suite de l'examen détaillé de l'ensemble du dossier, nous en venons à la conclusion qu'il n'y a pas lieu de revoir la décision rendue, qui accordait la dispense de prospectus et d'inscription pour le placement auprès des employés et dirigeants. Nous croyons que les méthodes employées par la Bourse conduisent à des résultats qui, dans leur ensemble, sont raisonnables. »⁷.

Le 16 juin 2005, le demandeur envoyait une communication électronique au président du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci après le « Bureau ») dans laquelle il déclare qu'il en « appelle » de la décision reflétée dans la lettre du 6 juin 2005 du président-directeur général de l'Autorité. Les motifs de la demande contenus dans la lettre du demandeur du 16 juin 2005 au président du Bureau sont identiques à ceux contenus dans la lettre du demandeur du 20 mai 2005 au président-directeur général de l'Autorité, sauf pour l'ajout de deux arguments additionnels⁸.

Le 4 juillet 2005, la Bourse saisissait le Bureau d'une demande préliminaire de rejet à l'égard du recours intenté par le demandeur. La demande de rejet de la Bourse soulevait deux questions :

1. Le refus de l'Autorité constitue-t-il, au sens de l'article 322 de la Loi, une décision rendue par l'Autorité et susceptible de révision par le Bureau ?
2. M. Garcia est-il, au sens de l'article 322 de la Loi, une personne directement affectée par ce refus de l'Autorité ?⁹

Dans une décision rendue le 6 décembre 2005¹⁰, le Bureau a rejeté la requête de la Bourse sur le premier motif, mais a réservé sa décision sur la qualité pour agir de M. Garcia au terme de l'examen au fond de sa demande¹¹.

Lors d'une conférence préparatoire tenue avec le président du Bureau le 9 février 2006, les parties ont discuté, entre autres sujets, de la définition des questions à débattre lors de l'audience. M. Garcia a clairement identifié le prix de 13,74 \$ comme étant la cible de son attaque, et non les dispenses de prospectus de l'inscription. À l'égard du prix, la Bourse avait demandé et obtenu une dispense de l'application des dispositions prévues aux paragraphes 4^o et 6^o de l'article 2.1

6. Lettre du Demandeur du 20 mai 2005 au Président-directeur général de l'Autorité, onglet 5.

7. Lettre du Président-directeur général de l'Autorité du 6 juin 2005 au Demandeur, onglet 6.

8. Lettre du Demandeur du 16 juin 2005 au Président du Bureau, onglet 7.

9. Demande de rejet en date du 4 juillet 2005, onglet 8.

10. *Claude Garcia c. Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal Inc.*, 16 décembre 2005, Vol. 2, n° 50, BAMF, 21 pages.

11. *Ibid.*

de l'Instruction Q-3¹². À la conclusion de la conférence préparatoire, les parties ont convenu de débattre, dans un premier temps, de la question de l'application de l'Instruction Q-3 au placement qui fait l'objet de la demande de révision.

De manière subsidiaire, l'Autorité pouvait-elle imposer des règles afin d'encadrer le prix d'offre des options ?

L'INSTRUCTION GÉNÉRALE Q-3 PEUT-ELLE TROUVER APPLICATION DANS LE PRÉSENT DOSSIER OU DE MANIÈRE SUBSIDIAIRE L'AUTORITÉ POUVAIT-ELLE EXIGER QUE LE PRIX D'OFFRE NE SOIT PAS ÉTABLI DE MANIÈRE DISCRÉTIONNAIRE PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION MAIS QU'IL LE SOIT SELON UNE MÉTHODE RECONNUE ?

Avant d'entreprendre l'examen détaillé des articles pertinents, il est important de rappeler certains principes de base quant au but de la législation sur les valeurs mobilières ainsi que le type de législation adopté au Québec par l'Assemblée nationale. Tout d'abord, la Cour suprême nous enseigne que ce type de législation doit être interprétée largement afin de protéger le public. À cet égard, j'aimerais rappeler les propos de l'honorable juge L'Heureux-Dubé dans l'arrêt *Brosseau*¹³ :

« D'une manière générale, on peut dire que les *Lois sur les valeurs mobilières* visent à réglementer le marché et à protéger le public. Cette Cour a reconnu ce rôle dans l'arrêt *Grégory Co. v. Québec Securities Commission*. « [1961] » R.C.S. 584, dans lequel le juge Fauteux a fait remarquer à la p. 588 :

[TRADUCTION] L'objet prépondérant de la loi est d'assurer que les personnes qui, dans la province, exercent le commerce des valeurs mobilières ou qui agissent comme conseillers en placement, sont honnêtes et de bonne réputation et, ainsi, de protéger le public, dans la province ou ailleurs, contre toute fraude consécutive à certaines activités amorcées dans la province par des personnes qui y exercent ce commerce.

Ce rôle protecteur, qui est commun à toutes les commissions des valeurs mobilières, donne à ces organismes un caractère particulier qui doit être reconnu lorsqu'on examine la manière dont leurs fonctions sont exercées aux termes des lois qui leur sont applicables.»¹⁴

On doit également souligner que le législateur québécois a adopté une loi de type protection de l'investisseur, communément appelée dans l'industrie une loi de type « *blue sky* ». Une telle loi confère au régulateur de vastes pouvoirs discrétionnaires afin de s'assurer du mérite d'un placement. Un exemple éloquent

12. Précitée, note 3.

13. *Brosseau c. Alberta Securities Commission* [1989] 1 R.C.S. 301.

14. *Id.*, 314.

de cette discrétion se retrouve au paragraphe 6 de l'article 15 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁵ qui permet à l'Autorité des marchés financiers de refuser d'apposer son visa si elle l'estime nécessaire pour la protection de l'épargnant. Une telle approche « *blue sky* » a été adoptée au Canada par la plupart des provinces canadiennes. Le professeur Gillen résume ainsi ce concept:

« According to the Kimber Report, the idea was not that "the public must be protected against itself". Investors would be protected by disclosure which would allow them to make informed investment decisions. However, some discretion to assess the merit of securities offered under a prospectus has been an element of most securities regulation since its inception in the early part of the 20th century. This discretion with respect to the merits of the securities being offered is often referred to as "blue-sky" discretion. (les notes ont été omises) »¹⁶.

Contrairement à la législation fédérale américaine¹⁷ qui prône une divulgation complète (full disclosure), les provinces canadiennes et plusieurs états américains, dont le plus célèbre est le Kansas, ont adopté une législation de type « *blue sky* ». Il est utile de rappeler que l'utilisation des options a toujours fait l'objet de vifs débats tant au Canada qu'aux États-Unis¹⁸. On remarque que l'encadrement réglementaire concernant l'utilisation des options est au cœur des législations de type « *blue sky* ». Il est utile de citer le passage suivant du traité des professeurs Seligman et du regretté Louis Loss :

« In recent years, the wisdom of merit standards emerged as the leading policy debate concerning state securities regulation. As a practical matter, there are two different patterns of merit regulation today. First, there are generic rules aimed at regulating topics such as "cheap stock", excessive warrants and options, or preferred stock dividend coverage. Second, separate guidelines regulate specific industries such as real estate, oil and gas, cattle feeding, or equipment leasing. The industry guidelines tend to be far more complex than the generic policies regulating matters such as excessive cheap stock or warrants and options. (Nous soulignons). »¹⁹

15. Précitée note 1.

16. Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 2^e éd., Scarborough, Carswell, 1998, 134.

17. *Securities Act of 1933*, 15 U.S.C., sect. 77a et ss.

18. À titre d'exemple concernant l'ampleur du débat et non le fonds du litige, j'aimerais citer le récent ouvrage des professeurs suivants : Lucian BEBCHUK et Jesse FRIED, *Pay without Performance - The Unfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004, pp. 147 et ss; pour une étude contestant leurs conclusions, voir Jeffrey N. GORDON, « Executive compensation : If There's a problem, what's the remedy ? The Case for "Compensation Discussion and Analysis" » (2005), *The Journal of Corporation Law*, 102.

19. Louis LOSS et Joel SELIGMAN, *Securities Regulation*, 3^e éd., t.1, New York, Aspen Law & Business, 1998, 115 à 118.

Une réglementation des options constitue donc un sujet de préoccupation de la part de la majorité des législatures et des régulateurs en valeurs mobilières en Amérique du Nord. L'Instruction Q-3²⁰ portant sur les options existe depuis avril 1983²¹. Depuis juin 2003, l'Instruction Q-3, est réputée être un règlement par l'effet d'une disposition législative²². L'intitulé de l'Instruction Q-3 a effectivement été remplacé, le 19 septembre 2005, par le *Règlement Q-3 sur les options*²³.

Il est utile de mentionner que les articles 1 à 2.2 de l'Instruction générale Q-3 sur les options ont été abrogés le 14 septembre 2005²⁴. Pour les fins du présent débat, voici les articles de l'Instruction générale Q-3 pertinents, tels qu'ils existaient :

1. Les règles du titre premier s'appliquent aux options, aux plans d'options et aux plans de souscription d'actions dans la mesure où ils jouent le rôle de mesures incitatives ou de mécanismes de rémunération pour des personnes qui fournissent des services à la société, soit comme salariés, soit d'une autre manière.

La Commission peut appliquer les présentes règles à d'autres opérations lorsqu'elles jouent le même rôle.

2. Dans le cas d'une société inscrite à la cote d'une Bourse désignée à cette fin par une décision de la Commission, ou dans le cas d'une société dont les titres ont fait l'objet d'une approbation conditionnelle d'inscription à la cote d'une de ces bourses, la Commission ne formulera pas d'opposition à la dispense de prospectus prévue au paragraphe 5^o de l'article 52 de la Loi, lorsque ces options ou le plan ont été approuvés par la bourse intéressée.

2.1 Dans le cas d'une société qui ne satisfait pas aux conditions prévues à l'article 2, la Commission n'entend pas formuler d'opposition lorsque le placement satisfait aux conditions suivantes :

1. Les options peuvent être consenties pour une période ne dépassant pas 10 ans.

2. Les options ne peuvent être cédées, négociées ou données en garantie et elles expirent au plus tard trois mois après le départ du bénéficiaire ou un an après son décès.

3. Le total des actions réservées pour les options, les plans d'options et les plans de souscription ne doit pas représenter plus de 10% des actions émises de la même catégorie et le nombre d'actions ainsi réservées pour une personne quelconque ne doit pas représenter plus de 5% des actions émises de la même catégorie.

20. Précitée, note 3.

21. 1983-04-08, vol. XIV, n° 14, BCVMQ (Décision no 6811 du 8 avril 1983).

22. *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières*, L.Q. 2001, c. 38, art.100.

23. *Règlement modifiant l'Instruction générale Q-3, Les options*, (2005) 137 G.O. II, 4694.

24. *Règlement modifiant l'Instruction générale Q-3, Les options*, (2005) 137 G.O. II, 4905.

4. Le prix de levée est fixé de manière à ne pas dépasser les décotes suivantes par rapport au cours observé au moment de l'octroi :

Cours du moment de l'octroi	Décote maximale
plus de 5,00 \$	10 %
de 2,01 à 5,00 \$	15%
de 1,01 à 2,00 \$	18%
de 0,51 à 1,00 \$	20%
0,51 \$ et moins	25%

Les cours observé au moment de l'octroi s'entendent du cours de clôture, la veille de l'octroi. S'il n'y a pas eu d'opérations la veille, le cours de clôture est remplacé par la moyenne entre le cours acheteur et le cours vendeur.

5. Dans le cas d'une société qui fait un premier appel à l'épargne au moyen d'un prospectus et compte s'inscrire en bourse, les options octroyées avant l'inscription en bourse ne peuvent comporter un prix de levée inférieur au prix d'offre établi dans le prospectus.

(...)

7. L'approbation des options ou du plan par les actionnaires est nécessaire dans les deux cas suivants :

a. Le bénéficiaire n'est pas un salarié à plein temps ou l'admissibilité n'est pas limitée aux salariés à plein temps ;

b. Le bénéficiaire est un initié, ou la majorité des options peuvent être octroyées à des initiés.

En outre, la Commission peut, si elle juge nécessaire, exiger l'approbation des actionnaires dans d'autres circonstances.

(...)

9. Toutefois, dans le cas d'une société qui compte s'inscrire en bourse, l'approbation d'un plan nouveau, d'une modification nouvelle d'un plan ou de l'octroi d'options à l'occasion du placement doit se faire par voie de ratification à l'assemblée suivant l'inscription en bourse. (Les soulignés ont été ajoutés)

Il est clair dans mon esprit que le *Règlement Q-3 sur les options* a été rédigé de manière générale afin d'encadrer l'ensemble des plans d'options et de souscription d'actions qui visent à mettre en place des mesures incitatives ou de mécanismes de rémunération. Les objectifs prévus à l'article 1.1 du Régime d'actionnariat des employés de la Bourse de Montréal sont de donner aux employés de la Bourse l'opportunité d'acquérir des actions de celle-ci et également de permettre à ceux-ci de participer au développement, à la bonne performance et l'intérêt soutenu de ses employés²⁵.

Il est important de noter que le deuxième alinéa de l'article 1 du *Règlement Q-3 sur les options* stipule que le régulateur peut appliquer les présentes règles à d'autres opérations lorsqu'elles jouent le même rôle. La notion d'opération est à mon avis suffisamment large pour justifier l'assujettissement du présent régime à la réglementation applicable. L'article 334 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁶ permet qu'un règlement puisse conférer un tel pouvoir discrétionnaire à l'Autorité. Cette dernière a décidé de l'appliquer le *Règlement Q-3 sur les options*, en faisant les adaptations nécessaires, au présent placement.

La Bourse ainsi que l'Autorité ont reconnu que ces règles ont toujours été appliquées ou des dispenses ont été obtenues pour des opérations effectuées par des émetteurs dont les titres ne sont pas cotés à une bourse. D'ailleurs, la Bourse a effectivement demandé une demande de dispense, sachant pertinemment bien que le régulateur refuserait la dispense de prospectus en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁷ ou s'opposerait à l'utilisation de la dispense prévue au paragraphe 5 de l'article 52 de cette même Loi à défaut de faire une telle demande. On remarque à cet égard que plusieurs dispositions du *Règlement Q-3 sur les options* visent, par ailleurs, à encadrer des opérations visant des titres non encore cotés²⁸.

Bien que j'eusse souhaité une meilleure rédaction de l'article permettant au régulateur d'assujettir de manière discrétionnaire le présent placement au *Règlement Q-3 sur les option*, je crois que le Bureau, dans le présent dossier, devrait éviter de renverser une interprétation faite par le régulateur de marché et suivie par l'industrie depuis de nombreuses années et ce, notamment pour des motifs de stabilité et de sécurité des opérations. Plusieurs plans d'option ont été mis en place au cours des années en fonction de l'interprétation faite par le régulateur de marché du *Règlement Q-3 sur les options*.

25. Lettre des procureurs de la Bourse en date du 24 mars 2005, onglet 3, page 2.

26. Précitée, note 1.

27. *Ibid.*

28. Précitée, note 3, paragraphes 5 et 9 de l'article 2.1.

Nous rappelons que la Cour suprême nous enseigne d'interpréter largement ce genre de législation afin de protéger le public. Un encadrement efficace de ce genre de régimes est par ailleurs la norme partout en Amérique du Nord. On constate que les différentes législatures ont par ailleurs utilisé divers moyens pour encadrer les régimes d'options et notamment le mécanisme limitant la décote ou bien l'exigence de l'approbation des porteurs.

L'Autorité, dans le présent dossier, n'a pas demandé de fixer elle-même le prix d'offre lors de l'entrée en vigueur, le 27 mars 2001, du régime d'actionnariat de la Bourse. On a tout simplement voulu s'éloigner, avec raison, d'un régime purement discrétionnaire dévolu au conseil d'administration pour un régime plus transparent qui soit fonction d'une méthode d'évaluation reconnue. C'est dans cette perspective que la méthode des flux monétaires actualisés a été approuvée par la Commission des valeurs mobilières à cette époque. L'Autorité maintient une telle exigence, à l'exception qu'elle exigera dorénavant qu'une firme indépendante, autre que celle de ses vérificateurs, valide la méthode et les données qui sont utilisées pour établir la valeur de ses actions.

L'obligation d'utiliser une méthode d'évaluation reconnue est, à mon avis, pleinement justifiée pour des titres non cotés car ceux-ci évoluent généralement dans un marché non efficient²⁹. Face à une telle situation où les prix ne sont pas établis convenablement par les forces du marché, il existe, à mon avis, une justification économique rationnelle à une intervention du régulateur de marché³⁰

Même si l'on devait prendre comme position que le *Règlement Q-3 sur les options* n'est pas applicable en l'espèce, je crois néanmoins que l'Autorité pouvait exiger l'utilisation d'une méthode d'évaluation reconnue dans le cadre de l'octroi, comme en l'espèce, d'une dispense en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³¹. Cet article stipule que « l'Autorité peut, aux conditions qu'elle détermine, dispenser une personne (...) des obligations prévues (...) par règlement ».

Un régulateur de marché ayant une juridiction de type « *blue sky* » peut clairement, dans les limites de sa juridiction et en respectant les règles de justice naturelle, imposer des conditions afin d'encadrer convenablement l'octroi d'options.

Le motif à l'effet que la demande de révision du demandeur vise la mauvaise décision est à mon avis technique et ne reflète pas le caractère commun des deux demandes de dispense. Nos règles de procédure visent à faire apparaître le droit et il est possible de remédier à cette lacune compte tenu du fait que les deux

29. Concernant le concept d'efficience, voir notamment Philippe GILLET, *L'efficience des marchés financiers*, 2^e éd., Paris, Economica, 2006, pp. 19-20. On peut notamment soulever la problématique de la libre circulation de l'information ainsi que la liquidité des titres.

30. Concernant la réglementation des marchés financiers, David LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Paper, avril 1999, 52 pages.

31. Précitée, note 1.

demandes sont indissociables et qu'aucune des parties n'a été prise par surprise³².

En conséquence je rejette la requête préliminaire.

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, vice-président

COPIE CONFORME

**Claude St Pierre, secrétaire général
Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières**

32. *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*, (2004) 136 G.O. II, 4695.

OPINION DE M^e JEAN-PIERRE MAJOR

Avec respect pour l'opinion contraire, je suis d'avis que cette requête préliminaire doit être rejetée afin de donner au demandeur, M. Garcia, l'occasion de faire valoir au fond, tous ses arguments en vue de démontrer que la dispense qui a été accordée par l'Autorité des marchés financiers à la Bourse de Montréal Inc. l'affecte directement et que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières devrait réviser cette décision.

Je considère que les motifs à la base de la requête préliminaire de la Bourse relative à l'application ou non de l'Instruction Q-3³³ ou de la dispense en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁴ sont des arguments à faire valoir dans le cadre de plaidoiries, après étude du fond du litige, plutôt que dans le cadre d'une requête préliminaire.

Par conséquent, je ne me prononce pas immédiatement sur ces arguments à la base de cette requête préliminaire car je considère que c'est après l'examen du fond du dossier qu'on devrait les traiter.

Qui plus est, la décision du Bureau de reporter la question de la qualité d'agir de M. Garcia, après examen du fond du litige, tend à favoriser une audition sur le fond. Sans que cela soit automatique, je crois que devant une telle décision, un justiciable serait raisonnablement en droit de penser que le tribunal va entendre sa demande au fond.

Par conséquent, pour ces motifs, je rejette cette requête préliminaire de la Bourse de Montréal Inc.

(S) Jean-Pierre Major

M^e Jean-Pierre Major, vice-président

COPIE CONFORME

(S) Claude St Pierre

**Claude St Pierre, secrétaire général
Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières**

33. Précitée, note 3.

34. Précitée, note 1.

OPINION DE M^e GUY LEMOINE

La Bourse de Montréal Inc. (ci-après la « Bourse ») présente une requête préliminaire visant au rejet de la demande présentée par M. Garcia. La requête allègue d'une part que M. Garcia n'est pas une personne directement affectée par la décision n° 2005-MC-1329 au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁵ et, d'autre part, que sa demande est vouée à l'échec faute d'une assise statutaire ou réglementaire pour les conclusions qu'il recherche.

La base de la contestation présentée par M. Garcia repose uniquement sur le fait qu'à son avis, le prix unitaire d'émission des actions ordinaires émises par la Bourse au terme du Régime d'actionnariat de ses employés, à 13,74 \$ l'action, était largement inférieur à la valeur réelle des actions de la Bourse. En conséquence, selon le requérant, il en est résulté une dilution de la valeur des actions de la Bourse qu'il détient. Il nous demande donc d'intervenir en sa faveur.

Le 9 février 2006, lors d'une conférence préparatoire, les parties ont discuté, entre autres sujets, de la définition des questions à débattre lors de l'audience. M. Garcia a clairement identifié le prix de 13,74 \$ comme étant la cible de son attaque, et non les dispenses de prospectus et d'inscription prononcées par l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « *Autorité* »).

Rappelons qu'à l'égard du prix d'émission des actions, la Bourse avait demandé et obtenu de l'Autorité une dispense de l'application des dispositions prévues aux paragraphes 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction générale Q-3³⁶ (ci après l' « *Instruction Q-3* »), malgré le fait que les actions de la Bourse n'étaient pas inscrites ou négociées sur aucun marché organisé. À la conclusion de la conférence préparatoire, les parties ont convenu de débattre, dans un premier temps, la question de l'application de l'Instruction Q-3 au placement qui fait l'objet de la demande de révision.

L'audience sur cette question de droit s'est tenue devant le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « Bureau ») le 27 février 2006.

LES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES ET RÉGLEMENTAIRES PERTINENTES

Pour les fins de notre examen, il y a lieu de référer à l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁷, à l'article 189 du *Règlement sur les valeurs mobilières*³⁸ ainsi

35. L.R.Q., c. V-1.1.

36. 2003-04-11, Vol. XXXIV, n° 14, BCVMQ ; telle que modifiée par le *Règlement modifiant l'Instruction générale Q-3, Les options*, (2005) 137 G.O. II, 4905.

37. Précitée, note 35.

qu'à certaines dispositions de l'Instruction Q-3³⁹. Ces dispositions sont reproduites ci-après :

Art. 263, Loi sur les valeurs mobilières

263. L'Autorité peut, aux conditions qu'elle détermine, dispenser une personne ou un groupe de personnes de tout ou partie des obligations prévues par les titres deuxième à sixième ou par règlement lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants.

Cette décision est sans appel.

Art. 189, Règlement sur les valeurs mobilières

Le cours de référence, prévu aux articles 123, 126 et 147.21 de la Loi, en fonction duquel est établie la marge de variation s'obtient en faisant la moyenne des cours de clôture durant les 20 jours ouvrables qui précèdent la date de l'opération ou, si la cote indique seulement le cours le plus haut et le plus bas, la moyenne des moyennes quotidiennes entre le cours le plus haut et le plus bas durant même période.

Lorsque les négociations ont lieu sur un marché organisé et que les titres ont été négociés moins de 10 jours durant les 20 jours ouvrables qui précèdent l'opération, le cours de référence s'obtient en faisant la moyenne des prix suivants, établis pour chacun de ces vingt jours :

1° le cours de clôture ou, si le cours de clôture n'est pas publié, la moyenne entre le cours le plus haut et le plus bas, pour chaque jour où il y a eu négociation;

2° la moyenne des cours acheteurs et vendeurs pour chaque jour où il n'y a pas eu de négociation.

Lorsqu'il n'y a pas de marché organisé, il faut soumettre à l'approbation de l'Autorité le prix de référence retenu et la méthode utilisée pour l'établir.

Le prix payé pour les titres comprend le courtage et les commissions.

Dans le cas où la levée d'une option d'achat déclenche le mécanisme de l'offre publique d'achat, la marge de variation se compose de l'excédent du prix de l'option et du prix de levée de l'option sur le cours de référence.

38. R.R.Q., c. V-1.1, r. 1.

39. Précitée, note 36.

Les dispositions pertinentes de l'Instruction Q-3

Les principales dispositions réglementaires pertinentes au présent litige sont contenues aux paragraphes 3°, 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁴⁰. Elles prévoient, relativement à la dispense de prospectus prévue au paragraphe 5° de l'article 52 de la Loi, que :

2.1. Dans le cas d'une société qui ne satisfait pas aux conditions prévues à l'article 2 [société inscrite à la cote d'une Bourse désignée à cette fin par une décision de la Commission, i.e. la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX], la Commission n'entend pas formuler d'opposition lorsque le placement satisfait aux conditions suivantes :

3° Le total des actions réservées pour les options, les plans d'options et les plans de souscription ne doit pas représenter plus de 10 % des actions émises de la même catégorie et le nombre d'actions ainsi réservées pour une personne quelconque ne doit pas représenter plus de 5 % des actions émises de la même catégorie.

4° Le prix de levée est fixé de manière à ne pas dépasser les décotes suivantes par rapport au cours observé au moment de l'octroi :

<i>Cours au moment de l'octroi</i>	<i>Décote maximale</i>
<i>plus de 5,00 \$</i>	<i>10 %</i>
<i>de 2,01 \$ à 5,00 \$</i>	<i>15 %</i>
<i>de 1,01 \$ à 2,00 \$</i>	<i>18 %</i>
<i>de 0,51 \$ à 1,00 \$</i>	<i>20 %</i>
<i>0,51 \$ et moins</i>	<i>25 %</i>

Le cours observé au moment de l'octroi s'entend du cours de clôture, la veille de l'octroi. S'il n'y a pas eu d'opérations la veille, le cours de clôture est remplacé par la moyenne entre le cours acheteur et le cours vendeur.

6° Dans le cas d'un plan de souscription d'actions, le prix d'émission des actions est calculé selon les dispositions du paragraphe 4 de l'article 2.1, sauf que le cours du marché peut être établi en calculant la moyenne des cours sur la période des versements, sous réserve d'un maximum de 12 mois, à condition que les salariés ne puissent retirer les fonds versés pendant la période du plan, sauf en cas de cessation d'emploi, et que les actions ne soient émises qu'à la fin de la période de souscription.

40. *Ibid.*

LA POSITION DE LA BOURSE

Selon la Bourse, l'Instruction Q-3⁴¹ ne s'appliquait pas au placement qui fait l'objet de la demande de révision.

Les articles 1 à 2.2 de cette instruction sur les options ont été abrogés le 14 septembre 2005. Avant cette date, elle trouvait application dans les circonstances qui y étaient spécifiquement mentionnées. L'article 1 de cette instruction mentionnait que le titre premier de celle-ci s'appliquait aux plans de souscription d'actions. Il s'agissait d'une disposition d'assujettissement de base et c'est dans les autres articles qu'il était précisé dans quels cas et de quelle manière elle s'appliquait. L'article 2 de l'instruction avait pour effet d'établir que, dans certains cas et sous réserve de certaines conditions, l'Autorité ne formulerait pas d'opposition à la dispense de prospectus prévue au paragraphe 5° de l'article 52 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴².

En soi, l'article 2 ne créait pas d'exigences réglementaires pour les plans de souscription d'actions, mais établissait tout simplement des balises à l'intérieur desquelles l'Autorité n'exercerait pas son pouvoir, en vertu de l'article 53 de la même loi, de s'opposer à la dispense statutaire prévue à l'article 52 de cette loi.

L'article 2 de l'Instruction Q-3⁴³ établissait que l'Autorité ne formulerait pas d'objection dans le cas d'une société inscrite à la cote d'une bourse désignée, soit la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX, dans le cas où cette bourse avait approuvé le plan. L'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁴⁴ s'appliquait au cas d'une société qui ne satisfaisait pas aux conditions prévues à l'article 2, à savoir (1) être une société inscrite à la cote d'une bourse désignée et (2) avoir obtenu de cette bourse une approbation du plan. Par contre, il est clair d'après le contenu de l'article 2.1 qu'au niveau des balises de détermination du prix, cet article ne visait que des sociétés dont les actions étaient inscrites sur un marché quelconque, puisqu'on parle de « *cours observé* », « *cours de clôture la veille de l'octroi* », « *opérations la veille* » et « *moyenne entre le cours acheteur et le cours vendeur* ».

L'article 2.1 s'appliquait dans le cas d'une société inscrite à une bourse autre qu'une bourse désignée (telle NASDAQ). La lecture du paragraphe 5° de l'article 2.1, indique encore la nécessité d'une référence à un marché, du moins à une société publique ou un émetteur assujetti, car il était mentionné que dans le cas d'une société qui fait un premier appel à l'épargne au moyen d'un prospectus et compte s'inscrire en bourse, le prix de levée des options ne pouvait être inférieur au prix d'offre établi dans le prospectus. Aussi, il est nécessaire de comprendre que les balises relatives au prix des titres imposées par les paragraphes 4° et 6°

41. *Ibid.*

42. Précitée, note 35.

43. Précitée, note 36.

44. *Ibid.*

de l'article 2.1 ne circonscrivent que les décotes maximales permises par rapport au cours de l'action. Lorsque les actions d'une société n'étaient pas inscrites en bourse, il était impossible d'appliquer lesdits tests vu l'absence d'un cours de référence.

Par analogie, lorsque le législateur souhaite élargir le champ d'application de certaines dispositions relatives au prix des titres, il le mentionne spécifiquement comme dans le cas de l'article 189 du *Règlement sur les valeurs mobilières*⁴⁵. L'article 189 de cet texte établit la méthode de calcul du cours de référence pour certaines dispositions prévues dans la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴⁶. L'article 189 du susdit règlement mentionne spécifiquement que « *Lorsqu'il n'y a pas de marché organisé, il faut soumettre à l'approbation de l'Autorité le prix de référence retenu et la méthode utilisée pour l'établir.* ». L'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁴⁷ ne prévoit pas un tel pouvoir à l'Autorité.

Le 24 mars 2005, la Bourse a déposé, une demande de dispense de l'application des paragraphes 3°, 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁴⁸, afin de se conformer à une pratique développée d'obtenir de telles dispenses, même pour un émetteur dont les titres ne sont pas cotés sur un marché. Mais une pratique ne fait pas loi, et ne pouvait pas avoir pour effet d'assujettir le Régime d'actionariat des employés de la Bourse à l'application de cette instruction. La Bourse soutient que si cette dernière avait trouvé application pour encadrer les plans de souscription d'actions de sociétés non cotées, une disposition spécifique y aurait été prévue à cet effet, ce qui n'était pas le cas.

Le placement effectué auprès des employés de la Bourse aux termes du Régime d'actionariat bénéficiait de la dispense prévue au paragraphe 5° de l'article 52 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴⁹, à la condition toutefois que (1) la Bourse ait soumis à l'Autorité les informations exigées par règlement, et que (2) l'Autorité n'ait pas formulé d'opposition dans les 15 jours de la réception de ces informations.

Dans les faits, la Bourse allègue avoir soumis à l'Autorité les informations requises et avoir demandé une dispense en vertu de l'article 263 de la susdite loi, et l'Autorité n'a pas formulé d'opposition car elle a accordé la dispense de prospectus et d'inscription à titre de courtier demandée par la Bourse. Compte tenu de la non-application de l'Instruction Q-3⁵⁰, rien dans la Loi n'exigeait que le prix des actions soit approuvé par l'Autorité. En effet, la demande de révision de M. Garcia devant le Bureau cherche à faire imposer aux acheteurs des actions incluses dans le placement, un supplément de prix dans des circonstances où l'Autorité ne pouvait l'exiger elle-même. Une notice d'offre établie conformément

45. Précité, note 38.

46. Précitée, note 35.

47. Précité, note 36.

48. *Ibid.*

49. Précitée, note 35.

50. Précitée, note 36.

aux articles 107 et 109 du *Règlement sur les valeurs mobilières*⁵¹ a été dûment déposée auprès de l'Autorité.

Compte tenu de la non-application de l'Instruction Q-3⁵², la Bourse soumet que le demandeur n'a subi aucun préjudice du fait de la dispense de prospectus et d'inscription à titre de courtier, et que la demande de rejet de la Bourse fondée sur l'absence de qualité d'agir doit être maintenue. Toujours selon la Bourse, M. Garcia prétend être lésé par le prix, mais l'Autorité n'avait pas à autoriser le prix, et l'Instruction Q-3 n'avait pas pour effet d'empêcher l'émission à moins d'une telle autorisation. Rien dans la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵³ ne permettait à l'Autorité d'exiger le paiement d'un supplément de prix, ce qui semble être la conclusion maintenant recherchée par M. Garcia devant le Bureau.

Selon la Bourse, si l'Autorité avait refusé les demandes de dispense de prospectus et d'inscription, la Bourse aurait pu procéder avec le placement, à n'importe quel prix, en se conformant aux articles 11 et 148 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵⁴. Compte tenu de la non-application de l'Instruction Q-3⁵⁵, une dispense de prospectus ne peut pas devenir un moyen de contrôler le prix d'une émission là où la Loi ne prévoit pas de contrôle. La Bourse soumet que reconnaître à M. Garcia la qualité d'agir dans la présente demande de révision équivaldrait à dire que n'importe quel actionnaire d'une société pourrait, afin de contester le prix d'un placement, demander au Bureau d'intervenir dans tous les cas où l'Autorité accorde une dispense de prospectus ou lorsqu'elle décide de ne pas exercer son pouvoir d'opposition à une dispense statutaire de prospectus.

Une telle approche aurait des conséquences sur la stabilité des transactions et sur l'encombrement de l'appareil administratif, au point où il n'est pas dans l'intérêt public de l'adopter. En matière de placement, l'Autorité a pour mission de s'assurer que les investisseurs sollicités reçoivent l'information nécessaire à leur prise de décision d'investissement. L'Autorité ne se prononce pas sur la qualité des titres qui sont offerts dans le cadre d'un placement.

La Bourse soumet que sa demande de rejet devrait être accordée à ce stade des procédures, car n'ayant subi aucun préjudice du fait des dispenses accordées dans la décision n° 2005-MC-I329, le demandeur n'est pas une personne directement affectée par cette décision au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵⁶. De plus, compte tenu de la non-application de l'Instruction Q-3⁵⁷, la demande de révision de M. Garcia est vouée à l'échec, faute d'une assise statutaire ou réglementaire pour les conclusions qu'il recherche. Selon la Bourse, il serait inapproprié de la forcer à encourir d'autres frais, y compris les

51. Précitée, note 38.

52. Précitée, note 36.

53. Précitée, note 35.

54. *Ibid.*

55. Précitée, note 36.

56. *Ibid.*

57. Précitée, note 35.

frais des experts identifiés lors de la conférence préparatoire, dans les circonstances de cette affaire.

Dans l'exercice de sa discrétion, le Bureau doit tenir compte que, de l'aveu de M. Garcia, sa procédure n'est que le deuxième volet d'une campagne pour faire pression sur la Bourse afin de la contraindre à devenir une société publique inscrite en bourse, et cela, pour qu'il puisse personnellement en tirer profit.

LA POSITION DE L'AUTORITÉ

Le procureur de l'Autorité reconnaît que les actions de la Bourse n'étant pas inscrites à la cote d'une bourse ou d'un marché organisé, les paragraphes 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁵⁸ ne sont pas applicables dans les circonstances. Il ajoute être d'accord avec l'affirmation selon laquelle rien n'exigeait que le prix d'émission des actions soit approuvé par l'Autorité. Il soutient toutefois que certaines dispositions de l'instruction mentionnée plus haut non reliées au prix d'émission, étaient néanmoins applicables au cas actuel. Selon lui, le paragraphe 3° de l'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁵⁹ est applicable car il y avait dépassement de la norme de 10 % des actions émises.

Le procureur de l'Autorité souligne que l'Autorité avait le pouvoir, en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁶⁰ de dispenser, aux conditions qu'elle détermine, la Bourse des obligations prévues par la Loi. Elle avait donc le pouvoir, dans le cadre de l'octroi d'une telle dispense, d'exercer une « certaine influence » sur le prix d'émission des actions.

LA POSITION DU DEMANDEUR

Tout en se disant d'accord avec la position du procureur de l'Autorité, le demandeur est d'avis qu'en l'absence de marché organisé, aux fins de l'application de l'Instruction Q-3⁶¹, il faut se référer à l'article 189 du *Règlement sur les valeurs mobilières*⁶².

Le demandeur nous invite à conclure que le principe prévu à cet article devrait être appliqué dans les circonstances où il n'y a pas de marché organisé pour un titre et ce même dans le cadre de l'analyse de l'Instruction Q-3⁶³.

58. *Ibid.*

59. *Ibid.*

60. Précitée, note 35.

61. Précitée, note 36.

62. Précité, note 38.

63. Précitée, note 36.

L'ANALYSE

LA FIXATION DU PRIX

Notre système économique est fondamentalement basé sur une économie de marché dans laquelle les prix sont généralement le reflet de la loi de l'offre et de la demande. Sauf exception, l'État ne fixe pas le prix des biens et services négociés sur nos marchés. Ces constatations générales s'appliquent aussi normalement à l'égard du prix des valeurs mobilières. La *Loi sur les valeurs mobilières*⁶⁴ ne renferme pas, à l'égard de l'opération sous étude, d'exigence spécifique à l'égard de la détermination du prix d'émission des titres placés par la Bourse. Le conseil d'administration de la Bourse n'était pas non plus assujéti à une norme spécifique à cet égard et l'Autorité n'était pas investie d'un pouvoir explicite général de contrôler le prix de cette émission de valeurs mobilières.

Si les autorités administratives participaient de façon générale à la détermination du prix d'émission de titres, elles seraient appelées à porter un jugement économique qui aurait pour effet de fausser ou de se substituer au mécanisme d'offre et de demande traditionnel. Ce sont les opérations de multiples acteurs informés (utilisateurs et fournisseurs de capitaux) qui déterminent les prix des titres sur un marché et non pas des évaluations gouvernementales, administratives ou judiciaires. Le législateur a choisi de laisser le soin au marché d'établir les prix tout en prévoyant des mécanismes de protection pour les épargnants.

Il a notamment exigé des émetteurs qu'ils divulguent dans un document d'information « ... *tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres qui font l'objet du placement* »⁶⁵ et que les opérations sur valeurs soient effectuées par l'intermédiaire de personnes inscrites compétentes, probes et solvables. Non seulement l'Autorité ne participe pas à la fixation du prix, mais la réglementation exige spécifiquement l'apposition d'une mise en garde sur les prospectus ou les notices d'offre utilisés pour un placement afin d'éviter que les investisseurs ne soient amenés à croire que l'administration a porté un jugement de valeur sur les titres placés.

Par exemple, la mise en garde obligatoire, qui doit être inscrite en italique en haut de la page frontispice dans un prospectus, est à l'effet suivant :

« Aucune autorité en valeurs mobilières ne s'est prononcée sur la qualité des titres offerts dans le présent prospectus. Quiconque donne à entendre le contraire commet une infraction. »⁶⁶

Une mise en garde semblable est apposée au début des notices d'offre.

64. Précitée, note 35.

65. *Id.*, a. 13.

66. *Règlement Q-28, Exigences relatives aux prospectus*, 2005-08-26, Vol. 2, n° 34, BAMF, a. 1.1 & Annexe 1, Rubrique 1 – Information en page frontispice, a. 1.1.

Notons que les normes en vigueur prévoient même spécifiquement la possibilité de placements à prix non déterminés et de placements à prix réduits⁶⁷. Elles exigent également la divulgation des facteurs de risque, notamment la détermination arbitraire du prix d'offre⁶⁸.

Les paragraphes 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction générale Q-3⁶⁹ sont inapplicables dans les circonstances, puisque les titres de la Bourse ne sont pas négociés sur un marché organisé. De plus, même si ces dispositions étaient applicables, elles ne font qu'exprimer par anticipation l'intention de l'Autorité de ne pas s'opposer à ce qu'un émetteur qui respecte ces dispositions se prévale de la dispense de prospectus prévue au paragraphe 5° de l'article 52 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁷⁰.

Quant à l'article 189 du *Règlement sur les valeurs mobilières*⁷¹, il prévoit uniquement que dans le cadre d'une offre publique le cours de référence est établi selon certains paramètres. Cette disposition est particulière à ce type d'opération. On ne saurait en étendre l'application en dehors de ce contexte spécifique sans déformer l'esprit du législateur.

La Bourse bénéficiait de la dispense statutaire de prospectus prévue au paragraphe 5° de l'article 52 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁷² et elle n'était pas assujettie aux dispositions des paragraphes 4° et 6° de l'article 2.1 de l'Instruction Q-3⁷³. Elle a cependant choisi de solliciter une dispense discrétionnaire, basée sur l'article 263 de la même loi, relativement aux dispositions sur l'exigence d'un prospectus, sur l'inscription à titre de courtier pour le placement ainsi qu'à l'égard de certaines dispositions de l'Instruction Q-3. Il n'y avait toutefois pas lieu à l'occasion de cette demande de dispense discrétionnaire de l'assujettir aux règles de cette instruction relatives au prix des titres émis, puisque ces dispositions ne s'appliquaient pas dans le contexte de l'opération envisagée, pour les raisons mentionnées précédemment.

De plus, il y a lieu de rappeler que les règles relatives aux prospectus ou à l'information continue sont fondamentalement destinées à protéger les personnes intéressées au placement ou au marché secondaire. En l'occurrence, il s'agissait essentiellement des employés de la Bourse et du groupe très restreint de personnes à qui ces titres pouvaient être aliénés subséquentement. L'exigence statutaire d'inscription à titre de courtier visait essentiellement à protéger le même groupe de personnes. Ces exigences législatives n'étaient pas fondamentalement destinées à interférer dans la fixation du prix des titres offerts ni à prévenir une

67 *Id.*, a. 1.5 & 1.6.

68 *Id.*, Rubrique 20 – Facteurs de risque, a. 20.1, 1°).

69. Précitée, note 36.

70. Précité, note 35.

71. Précité, note 38.

72. Précitée, note 35.

73. Précitée, note 36.

prétendue dilution à l'égard des investisseurs précédents. Cette affirmation est d'autant plus vraie dans le cas d'un placement au bénéfice des employés d'un émetteur destiné à faire coïncider les intérêts économiques des employés avec ceux des actionnaires et que de tels régimes prévoient généralement un rabais sur le prix d'émission des titres.

La Bourse ayant sollicité une dispense discrétionnaire de prospectus et d'inscription comme courtier en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁷⁴, l'Autorité avait toutefois le pouvoir de déterminer des conditions appropriées à cette demande. Même si elle n'a pas jugé bon d'intervenir dans la fixation du prix, l'Autorité s'est montrée très exigeante en maintenant une condition imposant que le prix d'offre ne soit pas établi de manière discrétionnaire par le conseil d'administration de la Bourse. Elle a accepté qu'il soit établi selon une méthode reconnue, soit celle des flux monétaires actualisés. Il aurait fallu des circonstances très exceptionnelles pour qu'à l'occasion de l'octroi d'une dispense en vertu de l'article 263, l'Autorité intervienne davantage dans le processus d'établissement du prix ou pour exiger de la Bourse un prix d'émission supérieur au prix proposé. Si elle avait estimé que l'octroi de la dispense sollicitée était de nature à porter atteinte à la protection des épargnants, l'article 263 de la loi mentionnée plus haut l'aurait normalement contraint à refuser la demande de dispense.

L'État ou les tribunaux peuvent toutefois intervenir ou réviser certaines décisions corporatives dans des circonstances particulières. Tant les tribunaux de Grande-Bretagne, des États-Unis que ceux du Canada font généralement preuve de réserve et de respect à l'égard des décisions des administrateurs d'entreprises. Cette règle parfois connue comme celle du « *Business Judgement Rule* » est généralement respectée. C'est ce que soulignait le conseil privé dans une décision de 1974 :

« [t]here is no appeal on merits from management decisions to courts of law : nor will courts of law assume to act as a kind of supervisory board over decisions within the powers of management honestly arrived at. »⁷⁵

En l'absence de preuve ou d'allégation voulant que les gestes attaqués soient *ultra vires*, illégaux, nuls, frauduleux à l'égard de la minorité, abusifs, oppressifs ou portent atteinte à des droits personnels d'un actionnaire, les tribunaux sont réticents à substituer en rétrospective leur opinion à celle des administrateurs agissant de bonne foi. Toutefois, dans les cas où les lois prévoient une intervention, les autorités administratives ou judiciaires n'hésiteront pas à exercer pleinement leur juridiction.

74. Précitée, note 35.

75. *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*, [1974] 2 WLR 689 (PC) par Lord Wilberforce.

La réticence à intervenir dans la gestion courante repose notamment sur le fait que ce sont les administrateurs et non pas les tribunaux qui sont responsables de la gestion courante d'une société. Ces administrateurs sont choisis par les actionnaires et sont généralement réputés être les personnes compétentes pour exercer les pouvoirs de gestion. La Cour suprême du Canada dans l'affaire *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*⁷⁶ déclarait d'ailleurs :

« De nombreuses décisions prises dans le cours des activités d'une entreprise sont raisonnables et justifiables au moment où elles sont prises, même si elles ont éventuellement conduit à un échec. Les décisions d'affaires doivent parfois être prises dans un contexte où les renseignements sont incomplets, les enjeux sont élevés et la situation est pressante. On pourrait être tenté de considérer à la lumière de renseignements qui deviennent disponibles ultérieurement que des décisions d'affaires qui n'ont pas abouti étaient déraisonnables ou imprudentes. En raison de ce risque d'examen a posteriori, les tribunaux canadiens ont élaboré à l'égard des décisions d'affaires une règle de retenue appelée, suivant la terminologie employée aux États-Unis, la « règle de l'appréciation commerciale ».

Dans l'arrêt *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177, la juge Weiler de la Cour d'appel de l'Ontario a dit ce qui suit, à la p. 192 :

[TRADUCTION] Tels qu'ils ont évolué, le droit applicable en Ontario et celui applicable au Delaware ont une exigence commune, savoir que le tribunal doit être convaincu que les administrateurs ont agi de façon raisonnable et équitable. Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. Dans la mesure où les administrateurs ont choisi l'une des diverses solutions raisonnables qui s'offraient, la retenue est de mise à l'égard de la décision du conseil. Cette retenue à l'égard de la décision du conseil est ce qu'on appelle la « règle de l'appréciation commerciale. »⁷⁷

Enfin, les actionnaires ont le loisir de ratifier ou non par une résolution générale les actes posés par les administrateurs. Il serait prématuré sur la base d'une demande d'un seul actionnaire isolé de remettre en cause la décision du conseil d'administration de la Bourse à ce moment.

76. [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68.

77. *Id.*, paragraphes 64 et 65.

Rappelons ici un passage de la décision de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Hercules Managements Ltd. c. Ernst & Young*⁷⁸ dans lequel l'honorable juge La Forest au nom de la Cour déclarait :

59 La règle de *Foss c. Harbottle* prévoit que les actionnaires n'ont, à titre individuel, aucune cause d'action en droit pour les préjudices causés à la société et que, si une action doit être intentée pour les pertes subies en raison de ces préjudices, elle doit l'être soit par la société même (par l'entremise de la direction), soit par voie d'action oblique. Le raisonnement juridique qui sous-tend cette règle a été exposé avec éloquence par la Cour d'appel anglaise dans l'arrêt *Prudential Assurance Co. c. Newman Industries Ltd. (No. 2)*, [1982] 1 All E.R. 354, à la p. 367:

[TRADUCTION] La règle [de *Foss c. Harbottle*] émane du fait qu'une société est une entité juridique distincte. Des droits et une responsabilité limités en découlent aussi. La société est responsable de ses contrats et des délits qu'elle commet; l'actionnaire n'assume pas cette responsabilité. La société acquiert des causes d'action pour inexécution de contrat et pour les délits qui lui causent un préjudice. L'actionnaire n'est investi d'aucune cause d'action. Lorsque l'actionnaire achète des actions, il accepte que la valeur de son placement suit le sort de la société et qu'il ne peut influencer sur le sort de la société que par l'exercice de ses droits de vote lors des assemblées générales. La loi lui confère le droit de s'assurer que la société respecte les limites de son acte constitutif et que les autres actionnaires respectent la règle qui leur est imposée par les statuts constitutifs. S'il est vrai que la loi a conféré ou devrait conférer, dans certaines circonstances limitées, d'autres droits à un actionnaire, l'étendue et les conséquences de ces autres droits requièrent un examen attentif.

À ces remarques claires, j'ajouterais que la règle est aussi valable en principe, dans la mesure où elle permet d'éviter les tracasseries procédurales d'une multitude d'actions.»⁷⁹

Le principe de la règle de la majorité⁸⁰ et la réserve dont font preuve les tribunaux à l'égard de la conduite des affaires d'une compagnie⁸¹ doivent inspirer notre conduite dans les circonstances.

Pour toutes ces raisons, je suis d'avis que dans les circonstances actuelles, le Bureau doit refuser de donner suite à la demande de M. Garcia de réviser le prix du placement effectué par la Bourse dans le cadre du Régime d'actionnariat de ses employés.

78. [1997] 2 R.C.S. 165.

79. *Id.*, 211.

80. *Foss c. Harbottle* (1843) 2 Hare 461, 67 E.R. 189, B.

81. Voir *Burrows c. Becker* [1969] R.C.S. 162 & *Hercules Managements Ltd. c. Ernst & Young*, précitée, note 39, 211.

LA NORME DE CONTRÔLE

Le Bureau est un tribunal chargé de trancher des litiges en fonction des preuves entendues et des normes législatives et réglementaires applicables à certaines opérations. Généralement, il exerce sa discrétion en fonction de l'intérêt public⁸² ou en fonction de la protection des épargnants⁸³. Cependant, il faut tenir compte du troisième alinéa de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*⁸⁴ :

« Le Bureau ne peut, lorsqu'il apprécie les faits ou le droit aux fins du deuxième alinéa, substituer son appréciation de l'intérêt public à celle que l'Autorité en avait faite pour prendre sa décision. »

En conséquence, dans le présent cas, puisqu'il s'agit d'une révision d'une décision de l'Autorité, la décision du Bureau doit reposer principalement sur un contrôle de la légalité ou d'erreur de fait et non sur l'opportunité de la décision de l'Autorité.

CONCLUSION

En absence d'exigences législatives particulières ou spécifiques ou de circonstances exceptionnelles, la détermination du prix d'émission des actions de la Bourse relevait de l'unique compétence du conseil d'administration de la Bourse. Les allégations du requérant selon lesquelles le prix des actions offertes aux employés de la Bourse était inférieur à la valeur réelle des actions de la Bourse, même si elles étaient fondées, ne donnent pas ouverture au recours qu'il réclame. Sous réserve de circonstances exceptionnelles de la nature d'une pratique déloyale, abusive ou frauduleuse, l'Autorité n'avait pas à intervenir au delà des exigences qu'elle a formulées.

Pour ces raisons, j'en conclus qu'il y a lieu d'accueillir immédiatement la requête préliminaire de rejet présentée par la Bourse et, en conséquence, de rejeter la demande de révision présentée par M. Garcia.

COPIE CONFORME

(S) Claude St Pierre

**Claude St Pierre, secrétaire général
Bureau de décision et de révision
en valeurs mobilières**

(S) Guy Lemoine

M^e Guy Lemoine, président

82. *Loi sur les valeurs mobilières*, précitée, note 35, arts. 323.3 & 323.5.

83. *Id.*, a. 264.

84. L.R.Q., c. A-33.2.

LVM-11, 15(6°), 52(5°), 148, 263, 322 & 334
RRQ-107, 109 & 189
Q-3-1 & 2.1