

2.2

Décisions

2.2 DÉCISIONS

Bureau de décision et de révision
en valeurs mobilières

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DÉCISIONS N^{os}: 2006-003-010
2006-004-010

DATE : le 27 juillet 2007

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

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
DEMANDERESSE

c.

DOMINION INVESTMENTS (NASSAU) LTD., FAISANT AUSSI AFFAIRES SOUS LE
NOM DE DOMINION INVESTMENTS LTD.

et

MARTIN TREMBLAY

et

AVANTAGES, SERVICES FINANCIERS INC.

et

RESEARCH CAPITAL

et

MRF CONSULTING LTD

et

BMO NESBITT BURNS

et

THE KENNETH W. SALOMON INVESTMENT FUND LTD.

et

JONES, GABLE & COMPAGNIE LTÉE

INTIMÉS

PROLONGATION D'UNE ORDONNANCE DE BLOCAGE

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

M^e Éric Blais

Procureur de l'Autorité des marchés financiers

M^e Jean-Marc Clément

Procureur de The Kenneth W. Salomon Investment Fund

M^e Geneviève Cloutier

Procureure de George Clifford Culmer, ès qualités de liquidateur de Dominion Investments (Nassau) Ltd.

Date d'audience : 25 juillet 2007

DÉCISION

Le 27 janvier 2006, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « Autorité ») saisissait le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « Bureau ») d'une demande à l'effet de prononcer un blocage de fonds à l'encontre des personnes intimées décrites ci-après, le tout en vertu de l'article 93 (3°) de la Loi sur l'Autorité des marchés financiers¹ et des articles 249, 250 et 323.7 de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec². Les intimés étaient les suivants :

- Dominion Investments (Nassau) Ltd., faisant aussi affaires sous le nom de Dominion Investments Ltd. ;
- Martin Tremblay ;
- Avantages, Services Financiers Inc. ;
- Banque Royale de Canada ; et
- Research Capital.

Suite à cette demande, le Bureau a prononcé à la même date la décision n° 2006-003-01 accordant le blocage demandé par l'Autorité³.

De même, le 9 février 2006, l'Autorité saisissait le Bureau d'une demande à l'effet de prononcer un blocage de fonds à l'encontre des personnes intimées décrites ci-après, le tout en vertu des mêmes dispositions. Les intimés étaient les suivants :

- MRF Consulting Ltd. ;
- Martin Tremblay ;
- BMO Nesbitt Burns ;
- The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. ; et
- Jones, Gable & Compagnie Ltée.

Suite à cette demande, le Bureau a prononcé le 10 février 2006 la décision n°2006-004-01 accordant le blocage demandé par l'Autorité⁴.

À la demande de l'Autorité, ces deux ordonnances de blocage ont été prolongées à quelques reprises, soit le 26 avril 2006⁵, le 14 juillet 2006⁶, le 11 octobre 2006⁷, le 5 janvier 2007⁸, le 22 février 2007⁹ et le 1^{er} mai 2007¹⁰. Rappelons qu'à la demande de l'Autorité également, le Bureau, dans sa décision du 26 avril 2006, a réuni les dossiers 2006-003 et 2006-004 aux motifs que les faits des deux dossiers sont similaires et qu'ils reposent sur une même base factuelle¹¹, le tout conformément à l'article 13 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*¹². Ces deux dossiers ont par la suite été traités de façon conjointe.

¹ L.R.Q., c. A-33.2.

² L.R.Q., c. V-1.1.

³ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay et als.*, 10 février 2006, Vol. 3, n° 6, BAMF – Section Information générale, 10 pages.

⁴ *Autorité des marchés financiers c. MRF Consulting Ltd., Martin Tremblay et als.*, 24 février 2006, Vol. 3, n° 8, BAMF – Section Information générale, 9 pages.

⁵ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay & als.*, 12 mai 2006, Vol. 3, n° 19, BAMF – Section Information générale, 9 pages.

⁶ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay & als.*, 28 juillet 2006, Vol. 3, n° 30, BAMF – Section Information générale, 9 pages.

⁷ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay & als.*, 27 octobre 2006, Vol. 3, n° 43, BAMF – Section Information générale, 8 pages.

⁸ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay & als.*, 2 février 2007, Vol. 4, n° 5, BAMF, 17.

⁹ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd., Martin Tremblay & als.*, 10 avril 2007, Vol. 4, n° 16, BAMF, 19.

¹⁰ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments Ltd, Martin Tremblay & als.*, 18 mai 2007, Vol. 4, n° 20, BAMF, 44.

¹¹ Précitée, note 5.

¹² R.Q. c. V-1.1, r. 0.1.3.

Le 18 avril 2007, l'Autorité a adressé au Bureau une demande de prolongation de blocage et le Bureau a émis à la même date un avis pour une audience devant se tenir le 26 avril 2007 et au cours de laquelle le Bureau devait considérer la demande de l'Autorité d'abréger le délai de quinze jours prévu au deuxième alinéa de l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹³. Au cours de l'audience du 26 avril 2007, le Bureau a accueilli cette demande et a prononcé une décision verbale à cet effet.

L'avis du Bureau convoquait aussi les parties aux dossiers à une audience le 1^{er} mai 2007, afin de déterminer s'il y avait lieu d'accueillir la demande de prolongation de blocage de l'Autorité, le tout conditionnel à ce que le Bureau accorde l'abrégement des délais requis par l'Autorité. Puisque le Bureau a prononcé une décision positive quant aux délais, l'audience du 1^{er} mai 2007 a pu se tenir. Suite à cette décision, le Bureau a prolongé le blocage dans ce dossier, tel que demandé par l'Autorité¹⁴.

Enfin, le 28 juin 2007, l'Autorité a adressé au Bureau une nouvelle demande de prolongation de blocage dans ces dossiers. Le Bureau a alors fait parvenir à toutes les parties un avis d'audience pour une audition devant se tenir à son siège le 25 juillet 2007.

L'AUDIENCE DU 25 JUILLET 2007

Étaient présents à l'audience du 25 juin 2007, le procureur de l'Autorité, le procureur de l'intimée The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd., ainsi que la procureure du liquidateur de la société Dominion Investments (Nassau) Ltd., George Clifford Culmer. Quant au procureur de Martin Tremblay, il a, le 24 juillet 2007, écrit une lettre au secrétariat du Bureau pour lui indiquer qu'il ne s'opposait pas à la demande de prolongation de blocage de l'Autorité.

Bien que l'avis d'audience du Bureau ait été dûment signifié aux autres parties intimées dans le présent dossier, elles étaient absentes lors de cette audience.

D'entrée de jeu, le procureur de l'Autorité a produit un jugement prononcé le 24 juillet 2007 par la chambre administrative de la Cour du Québec, dans un dossier connexe à celui entendu par le Bureau¹⁵. Il appert de cette décision que l'Autorité ainsi que George Clifford Culmer, qui agit dans les présents dossiers comme liquidateur de la société Dominion Investments (Nassau) Ltd., intimée en la présente instance, ont conclu une entente par laquelle l'Autorité consentait à une requête de George Culmer.

À la suite de celle-ci, la Cour du Québec a ordonné « *la suspension des procédures en première instance devant le Bureau à l'égard de George Culmer, es qualités de liquidateur de Dominion Investment (Nassau) Ltd. (en liquidation), jusqu'à ce que jugement final soit rendu sur le mérite* »¹⁶ de l'appel logé par ce dernier, « *sauf à l'égard de sa demande de levée des ordonnances de blocage prise en délibéré par le BDRVM le 31 janvier 2007 ;* »¹⁷.

Par ce jugement, la Cour du Québec a prononcé une décision à l'effet de prolonger les ordonnances de blocage du Bureau à l'égard des fonds, titres ou autres biens de Dominion Investment (Nassau) Ltd., faisant aussi affaires sous le nom de Dominion Investments Ltd., faisant l'objet de ces ordonnances et détenus par George Culmer, es qualités de liquidateur, ou en la possession d'une autre personne ou entité en ayant la garde ou le contrôle, jusqu'à expiration d'un délai de trente jours suivant le jugement final qui sera rendu sur le mérite de l'appel logé par M. Culmer ou sur la décision du Bureau sur la demande de levée des blocages qui a été prise en délibéré par le tribunal le 31 janvier 2007¹⁸.

Le procureur de l'Autorité a ensuite soumis au Bureau que par cette décision, la Cour du Québec avait déchargé le Bureau de rendre une décision prolongeant les blocages en ce qu'ils visent Dominion Investment (Nassau) Ltd., faisant aussi affaires sous le nom de Dominion Investments Ltd., puisque qu'ainsi, la cour avait disposé de cette partie de la décision de prolongation de blocage demandée par l'Autorité.

¹³ . Précitée, note 2.

¹⁴ . Précitée, note 10.

¹⁵ . *Autorité des marchés financiers c. Georges Clifford Culmer, Martin Tremblay, Avantages Services Financiers Inc., Banque Royale du Canada, Research Capital, MRF Consulting Ltd., BMO Nesbitt Burns, The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. & Jones, Gable & Compagnie Ltée*, C.Q. (chambre administrative), n° 500-80-008692-072, 24 juillet 2007, j. Dortéus, 2 pages.

¹⁶ . *Id.*, 2.

¹⁷ . *Ibid.*

¹⁸ . *Ibid.*

Cependant, le procureur de l'Autorité a soumis au Bureau que le tribunal doit se prononcer quant aux actifs de Martin Tremblay ainsi qu'à ceux de The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. qui sont détenus par Jones, Gable & Compagnie Ltée, tous deux intimés dans la présente cause, en prolongeant les blocages à leur égard. À cet effet, il a soumis en preuve le témoignage d'un enquêteur à l'emploi de l'Autorité ; celui-ci a témoigné que les motifs initiaux du blocage existent toujours et que l'enquête de l'Autorité se poursuit. Il a aussi expliqué en quoi cette enquête progressait et que l'Autorité envisageait de poser d'autres gestes dans ce dossier.

Le procureur représentant The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. a réitéré la position que sa cliente avait précédemment présentée au cours des audiences précédentes dans le présent dossier, à savoir qu'elle s'opposait à la demande de prolongation de blocage présentée par l'Autorité des marchés financiers. Il invoque les mêmes arguments que ceux soulevés dans sa demande de levée partielle en faveur de sa cliente ; cette demande est actuellement en délibéré.

LA DÉCISION

Le tribunal a d'abord pris connaissance de la décision qui a été prononcée par la chambre administrative de la Cour du Québec à laquelle il est fait référence plus haut dans la présente décision¹⁹. Le Bureau est conscient de la déférence dont il doit faire montre à l'égard d'une décision prononcée par un tribunal judiciaire supérieur. De plus, cette décision de la cour résulte d'une entente conclue entre l'Autorité, demanderesse en la présente instance, et George Clifford Culmer, liquidateur de la société Dominion Investments (Nassau) Ltd., intimée en la présente instance.

De ce fait, le procureur de l'Autorité a précisément demandé au Bureau de ne pas prononcer de prolongation de blocage quant aux comptes de la société Dominion Investments (Nassau) Ltd., faisant aussi affaires sous le nom de Dominion Investments Ltd., vu le jugement de la Cour du Québec. Le Bureau n'entend pas se prononcer plus avant à cet égard.

Quant aux autres actifs non visés par la décision de la cour, le tribunal a pris connaissance de la demande de l'Autorité, de la preuve soumise lors de l'audience du 25 juillet 2007 par le procureur de la demanderesse ainsi que des arguments de son procureur. Il a également entendu les arguments soumis par le procureur de The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. qui s'opposait à la prolongation du blocage dans le présent dossier. Enfin, le Bureau prend note que le procureur de Martin Tremblay ne s'oppose pas à la prolongation de blocage demandée par l'Autorité.

Suite au tout, le Bureau, en vertu du deuxième alinéa de l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁰ et de l'article 93 (3) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*²¹ en vient à la conclusion d'accueillir la demande de prolongation de blocage. En effet, le tribunal est d'avis que l'on doit, dans l'intérêt public²², prolonger les ordonnances de blocage, compte tenu notamment que les motifs initiaux du blocage demeurent, que l'enquête de l'Autorité se poursuit et que cette dernière envisage d'entreprendre d'autres actions dans les prochaines semaines dans ces dossiers, de l'application du deuxième alinéa de l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²³ et de l'ensemble des faits au dossier.

Par conséquent, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières :

- ordonne à la société Avantages, Services Financiers Inc., située au 2100 boul. de Maisonneuve est, # 002, à Montréal (Québec), H2K 4S1, de ne pas se départir des fonds, titres ou autres biens dans les comptes de Martin Tremblay ;
- ordonne à Research Capital, située au 4, Place Ville-Marie, Suite 100, à Montréal (Québec), H3B 2E7, de ne pas se départir des fonds, titres ou autres biens dans les comptes de Martin Tremblay ;
- ordonne à Martin Tremblay de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'il a en sa possession et de ne pas retirer ou s'approprier de fonds, titres ou autres biens des mains d'une autre personne qui les a en dépôt ou qui en a la garde ou le contrôle ;

¹⁹ . Précitée, note 14.

²⁰ . Précitée, note 2.

²¹ . Précitée, note 1.

²² . *Loi sur les valeurs mobilières*, précitée, note 2, a. 323.5 : Sous réserve du troisième alinéa de l'article 93 de la Loi sur l'Autorité des marchés financiers, le Bureau exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public.

²³ . Précitée, note 2.

- ordonne à Martin Tremblay de ne pas retirer de fonds dans les comptes appartenant à Dominion Investments (Nassau) Ltd. ;
- ordonne à la société BMO Nesbit Burns qui est située au 1501, avenue McGill College, suite 3000, à Montréal, (Québec), H3A 3M8, de ne pas se départir des fonds en dépôt dans tous les comptes au nom de MRF Consulting Ltd. et de Martin Tremblay, à l'exception des fonds en dépôt dans les comptes portant les numéros 335-15733, 335-14421 et 335-15239 ;
- ordonne à Martin Tremblay de ne pas retirer de fonds dans les comptes appartenant à MRF Consulting Ltd. ;
- ordonne à la société MRF Consulting Ltd. de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'elle a en sa possession à l'exception des fonds en dépôt dans les comptes portant les numéros 335-15733, 335-14421 et 335-15239 ;
- ordonne à la société MRF Consulting Ltd. de ne pas retirer ou s'approprier des fonds, titres ou autres biens des mains d'une autre personne qui les a en dépôt ou qui en a la garde ou le contrôle ;
- ordonne à The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'il a en sa possession et de ne pas retirer ou s'approprier des fonds, titres ou autres biens des mains d'une autre personne qui les a en dépôt ou qui en a la garde ou le contrôle ;
- ordonne à Martin Tremblay de ne pas retirer de fonds dans les comptes appartenant à The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. ; et
- ordonne à Jones, Gable & Compagnie Ltée, située au 500, boul. René-Lévesque Ouest, à Montréal (Québec), H2Z 1W7, de ne pas se départir des fonds, titres ou autres biens dans le compte portant le numéro 76-3510-5 ainsi que dans tous les autres comptes au nom de The Kenneth W. Salomon Investment Fund Ltd. et de Martin Tremblay.

Conformément au premier alinéa de l'article 250 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁴, cette décision entre en vigueur immédiatement et le demeurera pour une période de 90 jours, à moins qu'elle ne soit ultérieurement modifiée ou abrogée par une décision du Bureau.

Fait à Montréal, le 27 juillet 2007

(S) *Jean-Pierre Major*

M^e 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

²⁴

Précitée, note 2.

2.2 DÉCISIONS (SUITE)

Bureau de décision et de révision
en valeurs mobilières

PROVINCE DE QUÉBEC

MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2005-010

DÉCISION N° : 2005-010-003

DATE : le 24 juillet 2007

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

CLAUDE GARCIA, DEMANDEUR

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, INTIMÉE

et

BOURSE DE MONTRÉAL INC., MISE EN CAUSE

DEMANDE DE RÉVISION D'UNE DÉCISION DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
[art. 322, *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1) & art. 93 (2^e al.), *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (L.R.Q., chap. A-33.2)]

Monsieur 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.

Dates d'audience : 21 avril 2006, 24 avril 2006, 1^{er} mai 2006, 6 juin 2006, 21 juin 2006, 29 juin
2006, 2 octobre 2006, 3 octobre 2006, 5 octobre 2006 et 25 octobre 2006

DÉCISION

Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « *Bureau* »), statuant sur la demande de révision de la décision de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « *Autorité* ») ;

Après avoir étudié le dossier, entendu les parties à l'instance et délibéré ;

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

REJETTE la demande du demandeur de réviser la décision de l'Autorité.

Fait à Montréal, le 24 juillet 2007

(S) *Guy Lemoine*
M^e Guy Lemoine, Président

(S) *Jean-Pierre Major*
M^e 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

OPINION DE M^e ALAIN GÉLINASLE DROIT À L'AVOCAT

Au début de l'audience, le Tribunal a rappelé à M. Garcia qu'il avait le droit d'être représenté par avocat. Celui-ci a néanmoins préféré ne pas être représenté.

LE RECOURS DE M. GARCIA

Dans le présent dossier, M. Garcia, en tant qu'actionnaire de la Bourse de Montréal Inc. (ci-après la « Bourse »), a demandé à l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« Autorité ») de revoir la décision par laquelle cette dernière avait dispensé la Bourse d'établir un prospectus avant d'émettre 200 000 actions ordinaires aux employés de la Bourse, à un prix de 13,74 \$ l'action¹. Sa demande s'appuyait sur le fait que, selon lui, le prix fixé pour ces titres était largement inférieur à la valeur des actions de la Bourse. L'Autorité lui a signifié son refus de revoir sa décision initiale dans une lettre datée du 6 juin 2005.

M. Garcia demande au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « Bureau »), en vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*², de réviser cette « décision ». Il invoque à nouveau sa demande sur la base que, selon lui, le prix de vente des actions émises aux employés est largement inférieur à la valeur des actions ordinaires de la Bourse.

Le 6 décembre 2005, le Bureau a rendu une décision à l'effet de ne pas accueillir une demande préliminaire de rejet de la Bourse à l'égard du recours intenté par M. Garcia³.

La demande de rejet de la Bourse soulevait les questions suivantes :

1. Le refus de l'Autorité constitue-t-il, au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴, 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 sur les valeurs mobilières*, une personne directement affectée par ce refus de l'Autorité? Le Bureau a décidé de surseoir l'étude de cette question à cette étape préliminaire.

L'AUDIENCE CONCERNANT LES MOYENS PRÉLIMINAIRES

Les faits retenus aux fins de la décision préliminaire ont été les suivants :

La Bourse est une société ouverte dont les titres ne sont pas inscrits sur un marché organisé. Elle a un régime d'options d'achat d'actions en vigueur. En vertu de celui-ci, 847 000 options ont été octroyées donnant droit d'acquérir 847 000 actions ordinaires. La totalité des 847 000 actions demeure réservée car aucune option n'a été exercée.

La Bourse a également adopté un régime d'actionnariat des employés qui est entré en vigueur le 27 mars 2001. À l'époque, la Commission des valeurs mobilières du Québec avait demandé que le prix d'offre soit fixé en fonction d'une méthode reconnue. La méthode des flux monétaires actualisés avait alors été approuvée et fut appliquée par la Bourse depuis ce temps.

Au 31 décembre 2004, la Bourse comptait 8 285 100 actions ordinaires émises et en circulation.

Le 8 mars 2005, la Bourse a modifié le régime d'actionnariat des employés :

« (...) pour prévoir une augmentation du nombre maximal d'actions ordinaires pouvant être émises aux termes du Régime, passant de 400 000 actions ordinaires à 600 000 actions ordinaires. En conséquence, un maximum de 200 000 actions ordinaires seront disponibles pour une nouvelle période de souscription prévue du 6 mai au 6 juin 2005. »

Le 24 mars 2005, la Bourse présentait à l'Autorité une demande de dispense en vertu de l'article 263 de la Loi :

¹ *Bourse de Montréal Inc.*, 2005-04-22, Vol. 2, n° 16, BAMF, 2.

² L.R.Q., chapitre V-1.1

³ *Claude Garcia et Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal Inc.*, 2005-12-16, Vol. 2, no. 50, BAMF, 21 pages.

⁴ Précitée, note 2.

« (i) [l']obligation de préparer un prospectus prévue à l'article 11 de la Loi et de l'obligation d'inscription à titre de courtier prévue à l'article 148 de la Loi et (ii) de l'application des paragraphes 3°, 4° et 6° de l'article 2.1 de l'*Instruction générale* Q-3 (« Q-3 ») pour le placement de 200 000 nouvelles actions ordinaires de la Bourse conformément à son Régime d'actionariat des employés (le « Régime »). »

Le 18 avril 2005, l'Autorité rendait dans deux décisions les dispenses demandées par la Bourse. Par sa décision n° 2005-MC-1329 elle dispense la Bourse :

« ...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'actionariat des employés de Bourse de Montréal Inc. » (le « régime ») conformément à la notice d'offre du 8 avril 2005 et aux informations déposées auprès de l'Autorité des marchés financiers. »⁵

Le même jour, l'Autorité, par sa décision n° 2005-MC-1315 dispensait la Bourse :

« ... de l'application des dispositions prévues aux paragraphes n° 3°, 4° et 6° de l'article 2.1 de l'*Instruction générale* Q-3 pour le placement d'actions ordinaires auprès de ses salariés, dirigeants et de ceux de société du même groupe, dans le cadre de son régime intitulé « Régime d'actionariat des employés de Bourse de Montréal Inc. », conformément aux informations déposées auprès de l'Autorité des marchés financiers. »⁶

Le 20 mai 2005, M. Garcia envoie une communication électronique au Président-directeur général de l'Autorité au sujet de la décision 2005-MC-1329. Dans sa demande, il déclare qu'« [en] 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 2005, car le prix fixé est largement inférieur, selon moi, à la valeur des actions ordinaires de la Bourse de Montréal ». Les motifs du demandeur sont tous reliés à la question de la valeur des actions et se rapportent donc à la demande de dispense à l'égard de l'*Instruction générale* Q-3, bien que sa demande écrite réfère en fait à la dispense de prospectus et de courtier.

M. Garcia déclare avoir reçu par la suite un appel du Président de l'Autorité lui faisant part que ce dernier pouvait transmettre sa demande au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières ou qu'il pouvait organiser une séance de conciliation avec la Bourse. M. Garcia déclare avoir accepté la proposition d'une séance de conciliation. Toutefois, cette séance n'a pas eu lieu.

Dans sa lettre, datée du 6 juin 2005 et adressée à M. Garcia, le Président-directeur général de l'Autorité répond à la demande de M. Garcia et mentionne notamment :

« Par suite de la réception de votre lettre, j'ai demandé au personnel de l'Autorité des marchés financiers d'examiner les arguments que vous avez fait valoir en ce qui concerne la décision rendue le 16 avril 2005 à l'égard de Bourse de Montréal inc. (« Bourse »). Cette décision dispense la Bourse de l'obligation d'établir un prospectus et de s'inscrire à titre de courtier pour le placement auprès de ses salariés et dirigeants et de ceux de sociétés du même groupe, de 200 000 actions ordinaires additionnelles, pour un total de 600 000 actions ordinaires dans le cadre du régime d'actionariat destiné à ces personnes.

Le régime d'actionariat de la Bourse est entré en vigueur le 27 mars 2001. À cette époque, la Commission des valeurs mobilières avait exigé que le prix d'offre pour les régimes ne soit pas établi de manière discrétionnaire par le conseil d'administration, mais qu'il le soit selon une méthode reconnue. C'était dans ce cadre que la méthode des flux monétaires actualisés avait été approuvée. Cette méthode est appliquée par la Bourse depuis ce temps. Dans les circonstances, nous sommes satisfaits de l'utilisation continue de cette méthode pour l'évaluation présente des titres de la Bourse.

⁵ . *Bourse de Montréal Inc.*, précitée, note 1.

⁶ . *Bourse de Montréal Inc.*, 2005-04-22, Vol. 2, no. 16, BAMF.

Pour ce qui est de la participation de cette dernière dans Boston Options Exchange («BOX»), de 30,7 % du capital-actions, la méthode utilisée pour en tenir compte n'est pas celle des flux monétaires actualisés. Cette autre méthode, basée sur la valeur de l'investissement nous satisfait également, compte tenu du récent début des opérations de BOX et du peu d'historique de revenus qu'il implique. En effet, seule la valeur du placement de Bourse de Montréal inc. dans BOX, soit 30,7% de 125 000 000 \$, qui représente, comme vous le mentionnez dans votre lettre, la valeur globale de BOX, a été incluse dans l'évaluation du prix de l'action de Bourse de Montréal inc. Une telle méthode n'est pas hors du commun dans des situations comparables.

Un escompte de 30 % est intégré au calcul du prix de l'action. L'escompte fait partie intégrante de l'établissement de la juste valeur marchande. Il est donc appliqué à l'ensemble des éléments qui entrent en considération et n'est pas spécifiquement accordé aux employés. Bien qu'il s'agisse d'un taux relativement important, il s'explique par l'absence de liquidité et l'impossibilité d'obtenir une prime à la prise de contrôle, le pourcentage maximal qu'un actionnaire peut détenir étant plafonné à 10 %. Nous avons également conclu qu'il ne s'agissait pas d'un motif suffisant pour revoir notre décision.

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.

Je tiens cependant à vous remercier d'avoir soulevé des questions pertinentes pour une institution financière d'une importance prépondérante pour le marché québécois.

Aussi, dans le but d'assurer la plus grande transparence, nous demanderons à Bourse de Montréal inc., pour les prochaines rondes de placements qu'elle proposera, de faire procéder par une firme indépendante autre que celle de ses vérificateurs, à une validation de la méthode et des données qui sont utilisées pour établir la valeur de ses actions.

Veillez agréer, Monsieur, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Jean St-Gelais »

Le 16 juin 2005, le demandeur envoie une communication électronique au Président du Bureau dans laquelle il déclare, en tant qu'actionnaire de la Bourse, en appeler de la « décision » reflétée dans la lettre du 6 juin 2005 du Président-directeur général de l'Autorité. Bien que la lettre du demandeur du 16 juin 2005 fasse référence à l'article 322 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*⁷, il est évident que la demande qu'il présente est faite en vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁸.

Les motifs au soutien de la présente demande sont semblables à ceux contenus dans la lettre que M. Garcia adressait le 20 mai 2005 au Président-directeur général de l'Autorité. Il ajoute toutefois deux arguments additionnels, l'un touchant à la restriction de 10 % sur la propriété des actions de la Bourse et l'autre à la question des prévisions financières.

Les 200 000 actions visées par les demandes de dispense de la Bourse du 24 mars 2005 représentent environ 2,4 % des 8 285 100 actions ordinaires de la Bourse émises et en circulation au 31 décembre 2004. Toutefois, seulement quelques 120 000 actions furent en fait placées ce qui représente, avec les actions réservées pour le régime d'options non plus 12,6 % des actions émises mais approximativement 11,7 % des actions émises.

Au terme de l'audition de la requête préliminaire, il est apparu clairement aux membres du Bureau que le demandeur se plaint fondamentalement du prix d'émission des actions de la Bourse plutôt que du fait que ce placement ait été fait sans prospectus et sans recourir aux services d'un courtier. Par ailleurs, le refus de l'Autorité de « revoir la décision rendue » initialement est également fondé sur une analyse relative au prix d'émission et non pas sur une analyse de la

⁷. L.R.Q., c. A-33.2.

⁸. Précitée, note 2.

nécessité de fournir un prospectus ou une notice d'offre aux salariés de la Bourse visés par le placement, ni sur la nécessité d'utiliser un courtier aux fins du placement.

Le refus de l'Autorité constitue-t-il, au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁹, une décision susceptible de révision par le Bureau ? Le Bureau a été d'avis que la révision d'une décision constitue un mécanisme de reconsidération ou de réexamen et qu'en conséquence, un réexamen au fond d'une décision, même s'il conduit au maintien de la décision initiale, constitue une révision.

En somme, la révision est davantage, dans le contexte de l'article 321 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁰, un processus de réexamen que le résultat de ce réexamen. Le Bureau considérait à cet égard que de « *Ne considérer la révision administrative comme une décision que dans le cas où elle renverse la décision antérieure nierait l'existence d'une décision de révision dans tous les cas où la révision administrative conduit au maintien de la décision initiale* »¹¹.

Au stade préliminaire, le Bureau a également déterminé que la révision administrative effectuée par l'Autorité en vertu de l'article 321 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹² constituait une « *décision* » au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹³. Le Bureau soulignait à cet égard :

« Cette décision, qu'elle renverse ou qu'elle confirme la décision initiale, est susceptible d'affecter directement une personne. Toute personne directement affectée en conséquence peut, en respectant les dispositions de l'article 322 de la Loi, en demander la révision devant le Bureau si, par ailleurs, les autres conditions d'un tel recours sont présentes. »¹⁴

À la question à savoir si Monsieur Garcia est une personne directement affectée par le refus de l'Autorité au sens de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁵, le Bureau a décidé de surseoir à cette demande. Voici les motifs invoqués :

« Le Bureau en est venu à la conclusion que, dans les circonstances particulières de la présente affaire, compte tenu de la nature des points litigieux, des énoncés des faits et du droit et des arguments invoqués, le Bureau serait en meilleure position pour trancher, le cas échéant, la question de la qualité pour agir de M. Garcia au terme de l'examen au fond de sa demande. »¹⁶

L'AUDIENCE

LA PREUVE DE LA BOURSE

Stéphan Drolet

Stéphan Drolet, comptable agréé, a été appelé comme premier témoin concernant les rapports que la firme KPMG a préparé pour la Bourse en octobre 2000¹⁷. Celui-ci avait été mandaté, par l'entremise de Madame Louise Laflamme, afin d'effectuer, pour l'organisme, une estimation de la juste valeur marchande de la Bourse. Au niveau des différents rapports disponibles à l'époque, l'estimation de valeur réfère au concept d'une valeur plausible et se situe entre l'indication de valeur qui offre un degré de certitude peu élevé et l'opinion qui elle offre un degré de certitude le plus élevé¹⁸. Une estimation de valeurs en évaluation constitue l'équivalent d'une mission d'examen en vérification.

Le mandat de monsieur Drolet s'inscrivait dans le cadre du processus de démutualisation de la Bourse, soit la transformation du cadre juridique actuel vers celui du véhicule juridique de la société par actions à but lucratif. Au 30 septembre 2000, on estimait la valeur marchande des actions à

⁹

Ibid.

¹⁰

Ibid.

¹¹

Claude Garcia et Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal, Précitée, note 3, p. 12.

¹²

Précitée, note 2.

¹³

Ibid.

¹⁴

Claude Garcia et Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal Inc., précitée, note 3, p. 14.

¹⁵

Précitée, note 2.

¹⁶

Claude Garcia et Autorité des marchés financiers et Bourse de Montréal, précitée, note 3, p. 21.

¹⁷

Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 87.

¹⁸

Notes sténographiques, 21 avril 2006, pp. 108 et 109.

être émises dans une fourchette se situant entre 4,82 \$ et 5,10 \$, pour une moyenne de 4,96 \$¹⁹. Le témoin a appliqué la définition suivante de la juste valeur marchande (JVM) :

« La JVM est normalement définie comme étant le prix le plus élevé convenu entre deux parties compétentes n'ayant aucun lien de dépendance, agissant en toute liberté et en pleine connaissance de cause dans un marché où la concurrence peut librement s'exercer, exprimé en terme de valeur monétaire et en devise canadienne »²⁰.

Monsieur Drolet a supervisé le travail d'estimation de la valeur de la Bourse et a signé le rapport²¹. Il est utile de mentionner le fait que le rapport d'évaluation reconnaît que la juste valeur marchande ne représente pas nécessairement le prix auquel serait effectivement réalisé la vente de l'entreprise. Certains acquéreurs stratégiques ou particuliers pourraient en effet payer une prime en raison d'avantages supplémentaires ou de synergies spécifiques. Le rapport note cependant, pour les fins de l'analyse, qu'aucun acquéreur stratégique ou particulier n'a été identifié à la date de l'évaluation. On pose également comme hypothèse que le gouvernement du Québec s'objecterait probablement à la vente de la Bourse à une tierce partie, particulièrement à des étrangers²².

Le rapport fait également mention que le processus de démutualisation de la Bourse se traduira implicitement par des modifications profondes à son plan d'affaires ainsi qu'à ses sources de revenus. Au niveau du plan d'affaires, le témoin souligne que le passage d'une bourse qui transigeait à la fois des actions et d'autres produits à une bourse exclusivement des produits dérivés constituait une réorganisation totale du type d'entreprise qu'était alors la Bourse de Montréal²³. Le rapport fait également mention de différents éléments liés au marché qui sont susceptibles d'avoir un impact à l'égard de l'évaluation. On note à cet égard les points suivants :

- La concurrence accrue entre les différentes places boursières ainsi que l'arrivée des systèmes électroniques de négociation, mieux connus sous le nom ATS (« *Alternative Trading System* ») ou ECN (« *Electronic Communication Network* »).
- Les avancements technologiques qui ont pour effet d'éliminer les barrières à l'entrée pour les nouveaux intervenants et qui ont, par conséquent, pour but de permettre la mise en place de nouvelles plates-formes transactionnelles.
- La déréglementation des marchés financiers.
- L'augmentation des opérations transfrontalières.
- La place grandissante des porteurs institutionnels²⁴.

Ces grandes tendances ont évidemment eu un impact majeur sur la structure des bourses et sur leur plan d'affaires. Le rapport note à cet égard les éléments suivants :

- Du statut d'association à but non lucratif, les bourses qui reposent sur la notion de membre optent pour le véhicule juridique de la société par actions à but lucratif.
- On adopte des initiatives stratégiques, dont l'extension des heures d'opération, la réduction des coûts, une offre de produits étendue, la réduction de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur (« *spread* ») et l'augmentation de la liquidité sur le marché²⁵.

Au niveau des enjeux, le rapport note la problématique de la perte d'exclusivité pour de nombreux produits négociés. En effet, les bourses seront de plus en plus tentées d'offrir des produits qui sont déjà négociés sur un autre marché organisé. On souligne à cet égard que l'inscription d'un produit vedette de la Bourse de Montréal à la cote d'une grande bourse américaine pourrait avoir un impact majeur, au niveau des revenus, pour l'organisme montréalais. Le rapport note toutefois, à

¹⁹ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 112.

²⁰ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 8.

²¹ Notes sténographiques, 21 avril 2006, pp. 110 et 111.

²² *Id.*

²³ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 115.

²⁴ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, pages 3 et 4.

²⁵ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, pages 4 et 5.

contrario, qu'une telle menace peut également être une opportunité pour la Bourse de Montréal dans sa quête pour étendre la gamme de ses produits²⁶.

Au niveau des alliances entre les différents marchés boursiers, les auteurs du rapport s'interrogent à l'égard de la place qu'occupera Montréal au terme de ces rapprochements. On rappelle que les facteurs importants de la réussite d'une bourse sont l'efficacité opérationnelle, la rapidité d'exécution et un bon niveau de liquidité pour effectuer des opérations. Le rapatriement des opérations sur les produits canadiens effectuées aux États-Unis constituera un défi important selon le rapport²⁷.

On souligne également la tendance à la consolidation des places boursières compte tenu de l'inscription croisée des produits. Finalement, le rapport souligne que les avancements technologiques, notamment l'usage d'Internet, pourraient avoir un impact sur la capacité de la Bourse de maintenir ses revenus provenant de la vente d'information et de statistiques.

On rappelle qu'il existe traditionnellement trois méthodes d'évaluation, à savoir celle qui se fonde sur les bénéfices, celle qui se fonde sur l'actif et celle qui se fonde sur l'analyse des marchés et des comparables. L'évaluation tient compte de ces éléments et utilise une approche axée sur les revenus projetés futurs de la Bourse, ce qu'on appelle couramment l'actualisation des flux monétaires²⁸. La première méthode est utilisée lorsque l'entreprise que l'on veut évaluer obtient un rendement raisonnable sur son capital investi. Une telle méthode suppose une hypothèse de continuité d'exploitation (*going concern*) par opposition à une évaluation basée sur la liquidation²⁹.

La deuxième méthode utilisée dans le cadre d'une évaluation est celle fondée sur l'actif. On se sert d'une telle méthode lorsque l'entreprise est incapable de réaliser un rendement équitable sur le capital investi, ou lorsque les acquéreurs sont intéressés à acheter les actifs sous-jacents compte tenu de la nature de ceux-ci. Une telle méthode peut être utile dans certains cas afin de confirmer le taux de capitalisation retenu en fonction de la méthode des bénéfices³⁰.

Finalement, il existe également la méthode fondée sur l'analyse des marchés. Comme son nom l'indique, on recherche la valeur au marché de sociétés comparables. Une telle méthode est souvent utile à des fins de corroboration et de validation du travail d'évaluation. En l'absence de telles comparables, le rapport n'utilise pas une telle approche³¹.

Dans le cadre de son mandat, le témoin Drolet a examiné les projections financières annuelles préparées par la direction de la Bourse³². Ces projections avaient été préparées par la Bourse en collaboration avec une firme externe un an auparavant. Compte tenu du délai écoulé, la Bourse avait apporté certains ajustements. Le témoin Drolet souligne qu'on a tout simplement analysé le caractère plausible de ces ajustements. L'établissement des projections relève, selon lui, de la responsabilité de l'entreprise.

Au niveau de l'établissement du prix, on a également tenu compte du fait que le gouvernement du Québec s'objecterait probablement à la vente de la Bourse à une tierce partie, surtout à une entreprise étrangère³³. Une telle hypothèse supporte le fait que l'on n'a pas pu identifier un acheteur stratégique prêt à payer plus que la juste valeur marchande.

Il rappelle que le rapport a été préparé dans le cadre de la démutualisation de la Bourse. Une telle démutualisation s'inscrivait elle-même dans la foulée du processus de restructuration des bourses canadiennes³⁴.

Stephan Drolet a témoigné à l'effet que la méthode choisie pour évaluer la Bourse a été celle des flux monétaires actualisés ou ce qu'on appelle couramment dans le milieu de l'évaluation

²⁶ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 5.

²⁷ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 6.

²⁸ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 3. Voir également le témoignage de Stephan Drolet : Notes sténographiques, 21 avril 2006, pp. 131 et suivants.

²⁹ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 8.

³⁰ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 10.

³¹ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 10.

³² Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 119.

³³ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 121. Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 119.

³⁴ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 2.2, page 3.

« *discounted cash flow* »³⁵. On a retenu cette méthode, compte tenu de la réorganisation de la Bourse et du fait des changements au niveau des revenus et dépenses. À l'égard de ces derniers éléments, le témoin note que plusieurs hypothèses avaient été retenues afin d'effectuer une évaluation de la juste valeur marchande de la Bourse. Voici les principales hypothèses sur lesquelles s'appuie le rapport et le témoin Stephan Drolet³⁶ :

- La perte du statut d'organisme sans but lucratif aura, pour la Bourse, un effet au niveau fiscal et de manière incidente au niveau des revenus et dépenses.
- Les ratios financiers exigés par le régulateur de marché de l'époque, à savoir la Commission des valeurs mobilières du Québec, auront un impact au niveau du bilan, des actifs excédentaires et des liquidités.
- Les autorités réglementaires s'opposeront à la liquidation de la Bourse afin d'en réaliser les valeurs présentes au bilan.
- Au 30 septembre 2000, la Bourse aura reçu la totalité du montant prévu dans le cadre de l'entente visant la restructuration des bourses canadiennes.
- La Bourse conservera l'exclusivité des opérations sur les produits dérivés sur le marché canadien à la fin de l'entente entre les bourses canadiennes. Une telle hypothèse était évidemment essentielle selon le témoin afin d'établir une valeur terminale.
- Aucune restriction ne sera imposée quant au transfert des actions reçues par les membres en échange de leur siège.
- Tous les actifs de la Bourse sont inscrits dans ses comptes.
- « *Bourse de Montréal n'a aucun actif, passif, engagement ou litige en cours non comptabilisé, non déclaré ou éventuel d'importance, en ce qui concerne les activités de celle-ci* »³⁷. Selon le témoin, en octobre 2000, il n'y avait pas de poursuite sauf la problématique d'un montant qui avait été versé par la bourse de Vancouver³⁸, versement à être effectué par CDN. Le témoin ajoute que les poursuites de l'ordre de 40 495 000,00 \$ reliées à la fermeture du parquet n'ont pas été prises en compte, car inconnues au moment de l'évaluation³⁹. Certaines poursuites par ailleurs ont fait l'objet par la suite d'un règlement hors cour.
- Les investissements annuels prévus sont suffisants afin de réaliser la croissance indiquée dans les projections financières de la Bourse.
- À la date de l'évaluation, il n'existe aucun acquéreur stratégique ou particulier.

Au niveau des ratios financiers imposés par la Commission des valeurs mobilières de l'époque, le témoin Drolet a cependant admis qu'ils sont sensiblement les mêmes que ceux exigés par une banque⁴⁰.

Le rapport applique également un escompte de minoritaire aux actions qui seront émises en échange des sièges. Un tel escompte serait justifié, selon le rapport, parce qu'il ne s'agit pas d'actions de contrôle compte tenu que les titres de la Bourse seront détenus par les 83 membres existants et que les statuts constitutifs limiteront à 10 % le pourcentage de titres qu'un actionnaire pourra détenir⁴¹. On souligne que la détermination du taux approprié à utiliser au niveau de l'escompte est tributaire des pouvoirs effectifs par un actionnaire. Le contrôle confère notamment les bénéfices suivants :

1. Décider de la composition du conseil d'administration.

³⁵ . Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 133.

³⁶ . KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 5, page 12. Notes sténographiques, 21 avril 2006, pp. 134 et ss.

³⁷ . KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 5, n° 8, page 13.

³⁸ . Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 145.

³⁹ . Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 149.

⁴⁰ . Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 165. Voir également le contre-interrogatoire de Monsieur Garcia, page 197.

⁴¹ . KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 7.1, page 20.

2. Décider de la rémunération de la direction.
3. Déclarer et verser des dividendes.
4. Endetter la compagnie ou modifier d'autres façons sa structure de capital.
5. Modifier les statuts constitutifs, etc.⁴²

Compte tenu qu'aucun membre ne pourra individuellement prendre de telles décisions et du fait que la Bourse est dans un secteur hautement réglementé, on a appliqué un escompte de 30,2 % en 1999. Un tel chiffre découle de l'analyse observée lors de la prise de contrôle de sociétés ouvertes. Le rapport applique également un escompte supplémentaire pour insuffisance de liquidité (« *marketability discount* ») de 10 % car les actions ne seront pas initialement négociées sur un marché organisé. L'escompte pour insuffisance de liquidité étant appliqué après l'escompte pour minoritaire, l'escompte total afin de déterminer la juste valeur marchande est de 37,2 %. La juste valeur marchande pour chacune des 8 300 000 actions se situe dans une fourchette entre 4,82 \$ et 5,10 \$ pour une moyenne de 4,96 \$⁴³.

Au niveau de l'escompte pour une participation minoritaire, le témoin Drolet note qu'il est en général plus difficile de vendre sa participation dans une entreprise lorsqu'on ne possède pas la totalité de celle-ci. L'établissement d'un tel escompte relève du jugement de l'expert et pourra se situer entre 10 % jusqu'à 50 %⁴⁴.

Le témoin a souligné que le rabais offert aux employés de 10 %, lors du premier placement auprès des employés ne pouvait être assimilé à un escompte⁴⁵. Un tel rabais doit être beaucoup plus assimilé à un incitatif qu'à un escompte.

L'escompte sera normalement déduit de la juste valeur marchande⁴⁶. On déduira l'escompte pour la participation minoritaire et l'insuffisance de liquidité, selon le témoin, compte tenu du cadre particulier de la Bourse qui fait en sorte d'une part que cette dernière ne peut faire l'objet d'une prise de contrôle et d'autre part, que ses actions ne sont pas négociées sur un marché organisé⁴⁷.

En contre-interrogatoire, Monsieur Garcia a mis en preuve le fait que KPMG était le vérificateur de la Bourse depuis quelques années⁴⁸. Au niveau des ratios exigés par les autorités réglementaires auprès des autres bourses, Monsieur Drolet a admis n'avoir aucune idée si ceux-ci étaient comparables à ceux exigés par la Commission des valeurs mobilières du Québec de l'époque⁴⁹.

À l'égard de la notion d'importance des poursuites judiciaires entamées contre la Bourse dans le cadre des états financiers, monsieur Drolet a admis que cette question ne faisait pas l'objet de son champ d'expertise⁵⁰. Il souligne tout de même qu'une poursuite de 40 000 000,00 \$ aurait de quoi l'inquiéter⁵¹.

En contre-interrogatoire, le témoin souligne que le taux d'actualisation de 18,4 % s'explique notamment par la transformation radicale de l'organisme en une bourse de produits dérivés. Voici la ventilation du taux d'actualisation obtenu :

1. Taux sans risque à long terme	5,83 %
2. Prime de risque d'équité	8,00 %
3. Prime de risque pour petites capitalisations	2,60 %
4. Facteur spécifique à la compagnie	2,00 %
Total (1-2-3-4)	18,4 % ⁵²

⁴² KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 7.1, page 20.

⁴³ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, section 7.1, page 21.

⁴⁴ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 170.

⁴⁵ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 176.

⁴⁶ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 183.

⁴⁷ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 183.

⁴⁸ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 193.

⁴⁹ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 199.

⁵⁰ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 200.

⁵¹ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 203.

⁵² KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, Tableau 5.

Le témoin note que le taux d'actualisation retenu est un taux sur un investissement en équité. On essaie de déterminer le rendement qui serait exigé par un investisseur en capitaux propres (équité)⁵³. L'approche retenue en a été une d'ajouts (*built-up approach*), à savoir que l'on débute avec un investissement à risque nul pour terminer avec le risque de l'entreprise spécifique.

Le rendement exigé pour risque nul pourra être par exemple le rendement exigé pour un titre émis par un gouvernement. On ajoutera par la suite la prime de risque pour équité qui reflète le fait qu'il s'agit de capitaux propres qui seraient négociés sur un marché organisé⁵⁴. On cherche à savoir quel serait le rendement exigé par un investisseur pour investir dans des titres, d'une société de grande capitalisation⁵⁵ négociés à la bourse. Selon les statistiques de l'époque, une telle prime s'établissait à 8,00 %.

La Bourse n'étant pas une société de grande capitalisation à l'époque, on devait selon le témoin, ajouter une autre prime à savoir une prime de risque pour une entreprise de petite capitalisation. On a ajouté 2,6 %, ce qui reflétait, toujours selon le témoin, les pourcentages requis à l'époque.

Au niveau du facteur spécifique de la compagnie, on évaluait à l'époque celui-ci entre un et deux pour cent (1 % - 2 %). Le témoin estime que le taux retenu pour ce facteur spécifique était faible, compte tenu de la réorganisation de la Bourse⁵⁶.

Pour les années 2005 et suivantes, le taux d'actualisation est par la suite réduit de 2,00 % afin de refléter le risque moindre, compte tenu du fait que la réorganisation aurait eu le temps d'être mise en place et d'un autre 2,00 % afin de tenir compte de la croissance des bénéfices⁵⁷.

En contre-interrogatoire, Monsieur Garcia a fait admettre au témoin Drolet, que celui-ci n'a pas émis d'opinion concernant les projections, qu'il ne les a pas faites ou révisées. La Bourse a établi les projections en tenant compte d'un rapport d'un consultant. Le témoin s'est contenté d'en évaluer la plausibilité et d'en tenir compte au niveau des risques afin de déterminer le taux d'actualisation⁵⁸.

Le témoin souligne également qu'il n'a pas utilisé la méthode fondée sur l'analyse des marchés, compte tenu de l'absence de sociétés comparables. Il avoue qu'on aurait fait une telle recherche de comparables pour une opinion, mais pas pour un estimé⁵⁹. La recherche de comparables était tout de même difficile à effectuer en 2000, compte tenu que la Bourse fut l'une des premières à se démutualiser. Le témoin admet que son travail d'évaluation aurait été différent en 2004, tout en mettant en garde des dangers de l'utilisation des comparables. Il faut à son avis être capable de trouver une bourse de taille semblable et exerçant dans le même secteur d'activités⁶⁰.

Monsieur Garcia a contre-interrogé le témoin concernant la façon de calculer l'escompte des minoritaires. Il a notamment rappelé que le rapport détermine cet escompte en fonction des primes observées dans le cadre de prise de contrôle de société ouverte. L'escompte pour minoritaire a été établi en 1999 à 30,2 %. À la question de Monsieur Garcia à savoir si l'on devait comparer le résultat obtenu par la méthode d'évaluation choisie avec celle du prix des comparables en bourse, Monsieur Drolet a souligné qu'on peut faire un tel exercice, mais que le marché en général dictera le juste prix⁶¹. Le prix affiché sur un marché organisé ne reflète pas en général une prime de contrôle, car on achète une participation minoritaire.

Denis Labrèche

Le témoin Denis Labrèche a été reconnu comme témoin expert en évaluation d'entreprise⁶². Le témoin a été appelé à revoir l'évaluation qui a été faite par la Bourse quant à la détermination du prix de 13,74 \$. Son mandat était principalement de revoir le caractère raisonnable de la méthode

⁵³ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 212.

⁵⁴ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 212.

⁵⁵ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 213. Le témoin détermine qu'une société de grande capitalisation en est une ayant des titres en circulation pour plus de cent millions de dollars américains.

⁵⁶ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 214.

⁵⁷ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 215.

⁵⁸ Notes sténographiques, 21 avril 2006, pp. 227 et 228.

⁵⁹ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 246.

⁶⁰ Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 250.

⁶¹ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 26.

⁶² Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 95.

utilisée ainsi que le travail effectué pour en arriver à cette valeur. Le mandat de l'expert avait également pour but de déterminer du caractère raisonnable du travail effectué par l'Autorité, afin de s'assurer que le travail effectué par la Bourse avait été bien fait⁶³. La Bourse s'était en effet engagée auprès de l'Autorité à utiliser une méthode autre que discrétionnaire à savoir une méthode reconnue pour en arriver finalement au chiffre de 13,74 \$.

Le témoin expert est d'accord avec l'utilisation qui a été faite de la méthode de l'actualisation des flux monétaires, telle qu'elle a été utilisée par le témoin Drolet lors de son évaluation en 2000. Il souligne que les auteurs dans le domaine considèrent cette méthode comme étant la meilleure et la première méthode à utiliser⁶⁴ lorsque celle-ci est applicable. Le témoin souligne qu'en 2005, on a retenu l'hypothèse implicite que la Bourse continuerait de bénéficier d'une exclusivité, et ce, même après 2009. Le témoin est d'avis que dans l'éventualité où cette hypothèse s'avérerait fautive, cela aurait un effet négatif graduel, compte tenu du positionnement qu'aura pris la Bourse à cette époque⁶⁵.

Il rappelle également que les titres offerts aux employés font l'objet de plusieurs restrictions. Tout d'abord au niveau du délai de rétention, il note que les employés ne peuvent, sauf exceptions, les négocier dans les douze premiers mois de leur acquisition. Ensuite, après ce délai, l'employé ne peut les céder qu'à un groupe déterminé, à savoir à d'autres employés qui sont résidents du Québec⁶⁶. Il s'agit d'un bassin limité d'environ deux cents acheteurs potentiels. Il note que les titres de la bourse de Toronto bénéficient d'une liquidité et d'un flottant beaucoup plus importants⁶⁷.

Il souligne l'impact négatif sur la valeur des actions, quoique difficile à comptabiliser, des poursuites de l'ordre de quarante millions de dollars à la fin 2005⁶⁸. Cet impact est d'autant plus important, selon lui, compte tenu du fait que le montant équivaut à l'avoir des actionnaires. Il s'interroge à savoir si la Bourse peut faire un placement auprès du public avec une telle poursuite⁶⁹. Par ailleurs, la note aux états financiers concernant les poursuites peut être qualifiée, selon lui, de standard.

Au niveau de l'escompte de liquidité, le témoin expert rappelle que deux types d'études ont été réalisés afin d'évaluer cet escompte. Il note tout d'abord les études concernant les actions temporairement inaccessibles (« *restricted shares*») qui visent, selon Pratt, les titres suivants :

« In any case, although the unregistered or restricted shares cannot be sold on the open market, blocks of shares may be sold in private transactions. Thus, the restricted stock studies compare the prices of the restricted stock sales to the public market trading prices on the same day. Since the shares are identical in every respect except for their trading status, the difference is solely due to marketability and thus serves as empirical evidence of and a benchmark for the amount of discount that the market requires for the lack of marketability.

There have been many independent studies of such transaction. The studies have covered hundreds of transaction from 1966 through the present time.

(...)

At least up until 1990, the average or median discount hovered around 33 to 35 %.⁷⁰ »

Compte tenu du fait que la période de rétention a diminué de deux à un an vers la fin des années quatre-vingt-dix,⁷¹ le témoin expert souligne que l'escompte a diminué pour se situer aujourd'hui entre 15 et 18 %⁷². Contrairement au présent dossier, il note cependant que les études concernant

⁶³ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 96

⁶⁴ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 103.

⁶⁵ Notes sténographiques, 24 avril 2006, pp.106 et 107.

⁶⁶ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 111.

⁶⁷ Notes sténographiques, 24 avril 2006, pp. 115 et 116.

⁶⁸ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 117.

⁶⁹ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 119.

⁷⁰ Shannon P. PRATT, *Business Valuation Discounts and Premiums*, Wiley, 2001, pp. 81 et 82. Les parties n'ont pas formulé d'objection concernant l'utilisation par le Tribunal de cet ouvrage. Voir : Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 221. Par ailleurs, l'article 78 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières* [R.Q. c. V-1.1, r.0.1.3] accorde une telle discrétion au tribunal.

⁷¹ Plus exactement le 29 avril 1997 par la modification de la *Rule 144*.

⁷² Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 127.

les actions incessibles portent sur des titres qui peuvent par la suite être librement négociés sur le marché et ne sont pas limités à un bassin restreint d'investisseurs.

Le deuxième type d'études est celui des premiers appels publics à l'épargne (*IPO study*). Le but de ces études est de déterminer l'impact qu'aura un appel public à l'épargne à l'égard du prix des titres⁷³. On compare le prix des titres échangés quelques semaines ou mois avant le premier appel public à l'épargne avec le prix d'émission. Cet escompte peut varier, selon les études, entre 20 et 50 %. Un tel escompte s'explique par le fait qu'il est très difficile de vendre les titres d'un émetteur fermé, compte tenu que le bassin des acheteurs potentiels est fort limité⁷⁴.

Il est d'avis qu'un escompte pour liquidité de l'ordre de 30 % utilisé par la Bourse dans le cadre de l'établissement du prix des actions est raisonnable⁷⁵. Dans l'établissement de la juste valeur marchande d'un titre, le témoin expert souligne que l'on doit d'abord s'interroger sur quoi porte l'évaluation. S'agit-il d'une juste valeur marchande de l'entreprise, d'une participation, d'un bloc d'actions ou bien d'une action ?⁷⁶

Il rappelle qu'il faut également distinguer le concept de valeur marchande, soit la valeur qui est déterminée par les marchés organisés, de la juste valeur marchande qui aurait un caractère de continuité⁷⁷.

Afin d'évaluer la valeur marchande d'une participation minoritaire, on procède normalement par étape. Tout d'abord, on évalue la valeur marchande de toute l'entité, pour ensuite retrancher des escomptes liés à la liquidité et aux intérêts minoritaires afin d'établir la valeur de la participation minoritaire⁷⁸. Dans le présent dossier, la juste valeur marchande de l'entité serait l'actualisation des flux monétaires. Afin d'obtenir la juste valeur marchande du régime de participation aux employés, il faudrait retrancher de cette juste valeur marchande les escomptes requis.

À l'exception des deux premières émissions aux employés, le témoin expert est d'avis qu'aucun rabais n'a été accordé aux employés au-delà des escomptes dans le présent dossier⁷⁹. Il rappelle qu'un principe fondamental d'évaluation est que celle-ci est faite à une date précise et en fonction des faits connus à cette époque. Il est d'avis qu'on ne peut reprocher à la Bourse de ne pas avoir tenu compte de faits postérieurs.

Le témoin expert, pour évaluer le caractère raisonnable de l'évaluation, a également tenu compte d'une opération de vente effectuée entre courtiers de manière contemporaine à l'évaluation. Une telle opération avait une incidence importante compte tenu que les courtiers ne sont pas soumis aux mêmes contraintes concernant la revente et qu'on peut les considérer comme des intervenants sophistiqués⁸⁰.

Il a également analysé les opérations effectuées par les employés eux-mêmes afin de vérifier le caractère raisonnable du prix d'émission des actions de la Bourse. Il constate tout d'abord que peu d'opérations ont été effectuées par les employés et que le prix de vente était dans une fourchette d'environ 4,50 \$ à 7,65 \$⁸¹.

Au niveau de l'établissement du prix de BOX, l'évaluation sur la base de la dernière transaction au lieu des flux monétaires actualisés n'est pas hors du commun pour l'expert. Il soulève cependant un *caveat* en affirmant que l'acheteur était probablement un acheteur stratégique et en constatant les contraintes liées à une telle détention. La valeur retenue peut par conséquent être élevée, mais pas déraisonnable⁸².

Le témoin expert a évalué la dilution subie par Monsieur Garcia en prenant pour hypothèse un prix d'émission de 26,00 \$ et non de 13,74 \$ et du fait que 112 055 actions ont été émises aux employés au mois de juin 2005. Au niveau de la dilution des actions et en prenant comme

⁷³ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 128.

⁷⁴ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 130.

⁷⁵ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 133.

⁷⁶ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 134.

⁷⁷ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 135.

⁷⁸ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 137.

⁷⁹ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 141.

⁸⁰ Notes sténographiques, 24 avril 2006, pp. 145 et 146.

⁸¹ Notes sténographiques, 24 avril 2006, pp. 147 à 152.

⁸² Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 156.

hypothèse que le nombre d'actions total de la Bourse était de 9 000 132 avant l'émission aux employés, le témoin expert évalue cette dilution à 1,2 %⁸³. La dilution au niveau de la valeur s'établit quant à elle à 0,6 % à savoir la moitié de la dilution du nombre d'actions⁸⁴.

Le témoin expert est d'avis que la Bourse s'est conformée à l'exigence du régulateur d'adopter une méthode reconnue en appliquant en mars 2005 la méthode des flux monétaires actualisés. L'expert juge que cette méthode est la plus pure pour évaluer les actions à une date donnée⁸⁵.

En contre-interrogatoire, Monsieur Garcia a invité le témoin expert à justifier le taux de croissance de 5 % choisi par la Bourse dans un contexte où les états financiers annuels et trimestriels de l'organisme démontraient une croissance des revenus, selon les époques, variant entre 18 % à 35 %⁸⁶. Le témoin a souligné que c'est Madame Laflamme et non lui qui a effectué le travail⁸⁷. À la question à savoir quels étaient les arguments pour justifier un taux de 5 % après 2005, le témoin expert répond qu'il faudrait demander à Madame Laflamme⁸⁸. À une question de Monsieur Garcia, le témoin avoue que, compte tenu du mandat confié, son rôle s'est limité à regarder le caractère raisonnable du travail effectué. Voici un passage pertinent de son rôle :

« Mon travail a été un travail de raisonnable et non pas un travail d'évaluation. Ça, je veux que ça soit clair. J'ai vérifié est-ce qu'il y a eu un travail raisonnable qui soutenait le travail d'évaluation et je n'émet pas d'opinion sur les prévisions financières ni sur la valeur. Mon opinion elle est beaucoup plus sur la raisonnable du travail qui a été fait, aux soins apportés, est-ce que c'était une méthode reconnue pour effectuer le travail qui a soutenu la valeur de treize et soixante-quatorze (13,74 \$). Mais est-ce que j'ai fait des vérifications indépendantes de ce travail-là, est-ce que j'ai benchmarké ces données-là? Non. Je me suis servi de mon jugement sur la raisonnable du travail qui a été fait. Et ma compréhension c'est que c'était ce qui avait été demandé à l'Autorité des marchés financiers, ça c'est ma compréhension. »⁸⁹

Le témoin expert souligne que le prix de douze dollars pour l'opération effectuée par le courtier, de manière contemporaine à l'établissement du prix des titres pour le régime, lui donne un certain réconfort que le prix de 13,74 \$ était justifié. Il a également tenu compte du prix établi de 17,07 \$ dans le cadre d'une émission de titres de la Bourse par la voie d'un « *dutch auction* » en juin 2005 pour plus de 10 % des actions⁹⁰. Le témoin expert ne peut cependant décrire les caractéristiques du « *dutch auction* » utilisé.

À une question de Monsieur Garcia concernant l'engouement des investisseurs pour les titres boursiers, le témoin expert souligne qu'un tel engouement existait en 2005 mais possiblement dans une proportion moindre qu'aujourd'hui⁹¹.

Monsieur Garcia a rappelé au témoin expert le fait que le ratio de développement des produits dérivés par rapport au marché des titres « équité » affichait un retard important par rapport au marché mondial au début de l'an 2000⁹². À titre d'exemple, le ratio de développement des options sur équité était sept fois plus élevé au niveau mondial qu'il ne l'était au Canada. L'expert admet qu'il n'a pas évalué la problématique du rattrapage potentiel de la Bourse dans le secteur des produits dérivés compte tenu du fait que son mandat en était un d'évaluation du caractère raisonnable⁹³. Il admet également qu'il n'y a eu très peu de discussion et qu'il n'a obtenu que peu de détails concernant les poursuites⁹⁴.

83. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 158.

84. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 159.

85. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 163.

86. Notes sténographiques, 24 avril 2006, pp. 167 à 169.

87. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 169.

88. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 172.

89. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 176.

90. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 179.

91. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 187.

92. KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, p. 16.

93. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 192.

94. Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 222 à 228.

Après le contre-interrogatoire du témoin expert, Monsieur Garcia a admis qu'il est d'accord avec la méthode utilisée par la Bourse et les experts pour fixer le prix des actions de la Bourse à ses employés, à savoir celle de l'actualisation des flux futurs. Il souligne que sa principale récrimination porte sur le fait que les experts ne se sont pas prononcés sur les revenus et les prévisions de revenus et qu'ils s'en sont remis aux projections de la Bourse et indirectement à celles de Madame Laflamme sur ces questions⁹⁵.

Louise Laflamme

Madame Louise Laflamme est la première vice-présidente et chef de la direction financière de la Bourse⁹⁶. Elle occupe cette fonction depuis le printemps 2000 et possède le titre de CGA. Elle rappelle que le régime d'actionariat des employés, qui fait l'objet des débats, est entré en vigueur le 27 mars 2001⁹⁷. Elle participe à l'établissement du prix des actions depuis l'entrée en vigueur du régime. Elle souligne que la Bourse a reçu les conseils de professionnels avant de choisir la méthode de l'actualisation des flux monétaires⁹⁸. Il s'agissait en fait de la même méthode que celle utilisée lors de la démutualisation de l'organisme.

Le témoin rappelle que le premier prix de souscription dans le cadre du régime a été établi à 4,05 \$ en mars 2001⁹⁹. Le prix avait été établi en fonction du prix de rachat récent effectué par la Bourse, moins une décote et un escompte de 10 %. Au cours de la quatrième période de souscription, à savoir en octobre 2003, l'escompte de 10 % a été annulé et le prix a été établi à 4,50 \$¹⁰⁰. Deux ans plus tard, en mai 2005, le prix de souscription a été établi à 13,74 \$.

Le 30 novembre 2004, le comité de vérification et le conseil d'administration de la Bourse ont approuvé la continuation de l'utilisation de la méthode des flux monétaires actualisés, et ce, afin de maintenir la continuité de la base d'évaluation depuis la démutualisation¹⁰¹. Voici les principaux paramètres utilisés :

- Taux d'actualisation 15,69 %
- Taux d'escompte pour absence de liquidité 30 %
- Valeur terminale (croissance) 3 %
- Liquidité excédentaire non escomptée
- BOX évalué selon la dernière transaction

Le prix de 13,74 \$ a été établi par un analyste sous la supervision de Madame Laflamme en février 2005, et ce, en suivant les paramètres approuvés par le comité de vérification et le conseil d'administration. Le témoin souligne que les résultats d'opération au premier trimestre 2005 étaient légèrement inférieurs aux projections utilisées dans le calcul du prix.

Madame Laflamme justifie l'utilisation d'un taux de croissance de 5 % entre 2006 et 2011 en se basant sur les éléments suivants : 1) l'évolution du nombre de contrats négociés et ce, en tenant compte du rattrapage à faire au niveau des marchés canadiens; 2) la perspective de la fin de l'entente avec la Bourse de Toronto; 3) la problématique de l'entrée d'EUREX sur le marché américain et des conséquences possibles que cela pourrait entraîner entre les bourses de produits dérivés au niveau d'une guerre des prix¹⁰².

Le témoin confirme que le travail effectué afin d'arriver au prix de 13,74 \$ a été déposé auprès du comité de vérification et par la suite approuvé par le conseil d'administration en mars 2005¹⁰³. Une demande a par après été acheminée à l'Autorité des marchés financiers.

Madame Laflamme n'était pas au fait du prix obtenu à l'occasion d'une opération récente avec un courtier au prix de 12,00 \$ lors de l'établissement du prix de 13,74 \$ dans le cadre du régime. Elle

⁹⁵ Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 242.

⁹⁶ Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 5.

⁹⁷ Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 6.

⁹⁸ Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 7.

⁹⁹ Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 9.

¹⁰⁰ Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 11.

¹⁰¹ Pièce B-24.

¹⁰² Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 29.

¹⁰³ Notes sténographiques, 1er mai 2006, pp. 31 à 33.

souligne de plus, qu'à l'époque, la dernière opération entre employés, en novembre 2004, avait été effectuée au prix de 7,65 \$.

En contre-interrogatoire, Madame Laflamme a admis que la mise à jour des projections de McKinsey dans le cadre de la démutualisation a été faite par son service et approuvée par celle-ci¹⁰⁴. Elle ne se souvient pourtant pas de manière précise pourquoi les prévisions faites dans le cadre du placement sous étude étaient moins optimistes que celles faites par la firme de consultants¹⁰⁵. Elle se contente de dire qu'elle s'est sans doute basée sur son expérience.

Au niveau des poursuites, le témoin souligne que celles-ci ont été entamées par certains négociateurs notamment appelés dans le milieu les « jitney » et les « locaux » suite à la fermeture du parquet¹⁰⁶. De manière surprenante, elle témoigne par la suite à l'effet suivant :

« Q. [179] Est-ce que vous connaissez l'existence de la poursuite d'une quarantaine de millions de dollars contre la Bourse de Montréal qui est illustrée à la note 14 des états financiers ?

R Non, je ne connais pas.

Q. [180] C'est vous qui a rédigé la note ?

R. Oui, Oui, effectivement.

Q. [181] Substantiellement ou ?

R. Bien c'est sûr que les états financiers sont sous ma responsabilité et que je dois d'être d'accord avec ce qui est écrit dans les états financiers.

Q. [182] Donc vous êtes d'accord avec la note ?

R. Oui, effectivement. »¹⁰⁷

Au sujet du rattrapage du marché des produits dérivés au Canada, Madame Laflamme constate une amélioration, malgré le fait que certains problèmes structurels limitent encore la progression. À titre d'exemple, elle souligne une certaine méconnaissance concernant l'utilisation des options chez les courtiers¹⁰⁸.

À la question de Monsieur Garcia à savoir pourquoi on utilise un taux de 3 % de croissance annuelle après 2011 afin d'établir la valeur terminale, elle affirme qu'un tel taux a été retenu compte tenu de son caractère raisonnable¹⁰⁹. Elle admet qu'un tel chiffre n'est pas basé sur un indice, des statistiques ou une quelconque opération mathématique¹¹⁰. À cet égard, à une question du Président du Tribunal, le témoin répond de la manière suivante :

« Q. [207]Si on prend, dans un premier temps, le chiffre de trois pour cent (3 %) est-ce le résultat d'un calcul mathématique, d'une addition, d'une soustraction, d'une multiplication, ou d'une opération mathématique quelconque ou d'une autre opération mathématique quelconque qui nous arrive au chiffre de 3 %? Où est-ce un pur processus d'estimé subjectif?

R. Oui, c'est sûr que c'est basé sur le jugement, c'est entièrement subjectif. Ce n'est pas un résultat mathématique ou quoi que ce soit. C'est basé sur, bon quelle va être la réalité de notre progression en deux mille onze (2011) et plus. Dans certains modèles ultra-conservateurs, les gens vont mettre zéro (0) de valeur terminale et ne vont actualiser les cinq années qui viennent, qui sont l'essentiel du bassin, c'est hyper-conservateur. Nous on a mis trois pour cent (3 %) avec l'expérience aussi des de gens avec qui on a partagé ça au comité de vérification, si vous voulez, on a jugé que trois pour cent (3 %) était un niveau de progression raisonnable compte tenu de notre situation.

¹⁰⁴ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 46.

¹⁰⁵ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 57.

¹⁰⁶ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 71.

¹⁰⁷ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 89.

¹⁰⁸ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 93.

¹⁰⁹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 95.

¹¹⁰ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 101.

Q. [208] Mais ce n'est pas un chiffre calculé sur un indice.....

R. Non, non, non.

Q [209] sur une statistique, sur une opération mathématique ?

R. Non¹¹¹. »

À une autre question du Tribunal concernant l'utilisation d'un taux de croissance de 3 % afin d'évaluer la valeur terminale, le témoin Laflamme a semblé incapable d'établir l'impact d'une modification du taux se contentant de dire que sans doute cela aurait un impact énorme mais qu'il faudrait faire des simulations¹¹². Le témoin précise qu'aucune analyse de sensibilité n'a été faite après 2011 afin de vérifier qu'elle aurait été l'impact du passage d'un taux de croissance de trois à cinq ou même à dix pour cent¹¹³. Elle souligne que le comité de vérification était à l'aise avec les hypothèses lorsque celui-ci a approuvé le prix de 13,74 \$.

Monsieur Garcia a déposé certaines statistiques de la *World Federation of Exchanges* comparant, en dollars, le montant des opérations effectuées sur le marché des produits dérivés par rapport à celui des actions. Voici ces statistiques :

- En moyenne au plan international, il se négocie pour un montant de 1,55 \$ en produits dérivés pour chaque dollar sur le marché des titres participatifs (*equities*).
- En Allemagne, ce montant est de 5,23 \$ par dollar.
- Aux États-Unis, ce montant est de 1,40 \$ par dollar.
- En Australie, ce montant est de 1,20 \$ par dollar.
- Au Canada, ce montant est de 0,27 \$ par dollar¹¹⁴.

À titre comparatif, le marché canadien des produits dérivés par rapport au marché des titres de participation représentait en 2005 seulement 17 % de la moyenne mondiale. À une question de Monsieur Garcia, le témoin souligne qu'elle a tenu compte de ce retard dans l'établissement des projections de revenus pour fins d'établir le prix de 13,74 \$¹¹⁵. Elle ne peut cependant quantifier l'impact de ce retard¹¹⁶.

Madame Laflamme a admis qu'elle a elle-même acheté des titres de la Bourse dans le cadre du régime¹¹⁷. Elle souligne que les membres du comité de vérification ont discuté de l'hypothèse du taux de croissance de 5 % et le taux de croissance de 3 % après 2009¹¹⁸. Le comité de vérification n'a cependant pas fait, selon le témoin, de rapport écrit au conseil d'administration¹¹⁹.

Madame Laflamme ne peut affirmer avec certitude si le conseil d'administration avait l'ensemble des documents avant d'approuver le nouveau prix pour l'émission des titres en vertu du régime¹²⁰. Le témoin affirme que les membres n'auraient pas discuté des hypothèses avant d'approuver le prix¹²¹. Il est utile de souligner que personne n'a attaqué l'expertise des membres du conseil lors de l'audience devant le Tribunal. Monsieur Garcia reconnaît lui-même que les meilleurs experts sont autour de la table du conseil de la Bourse¹²².

LA PREUVE DE CLAUDE GARCIA

Lors de sa présentation d'ouverture, Monsieur Garcia a souligné qu'il entendait contester le caractère raisonnable des projections financières de la Bourse qui ont servi à établir le prix de

¹¹¹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, pp. 100 et 101.

¹¹¹ . Pièce D-9.

¹¹² . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 137.

¹¹³ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, pp. 141 et 142.

¹¹⁴ . Pièce D-9.

¹¹⁵ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 179.

¹¹⁶ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 182.

¹¹⁷ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 201.

¹¹⁸ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 212.

¹¹⁹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 212.

¹²⁰ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 220.

¹²¹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 222.

¹²² . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 116.

13,74 \$. Pour justifier un tel prix, on aurait dû obtenir plus d'information sur le marché, sur les produits dérivés et obtenir des avis de gens avertis dans le domaine¹²³. Ses conclusions sont soit d'une part, que le Tribunal fixe un nouveau prix ou d'autre part que le Tribunal retourne le dossier à la Bourse afin que celle-ci refasse ses calculs en se servant d'hypothèses différentes¹²⁴.

Luc Bertrand

Monsieur Luc Bertrand est président et chef de la direction de la Bourse depuis avril 2000¹²⁵. Le témoin rappelle que suite à l'étude de la firme McKinsey, l'organisme montréalais avait entrepris des négociations ayant mené à la restructuration des bourses canadiennes en 1999. Afin d'assurer la pérennité de la Bourse, on avait ainsi décidé de se positionner dans un créneau bien particulier, à savoir les produits dérivés. La Bourse comptait déjà de l'expérience dans ce secteur, ayant lancé en premier au Canada des options sur actions en 1977 et des contrats à terme sur instruments financiers au début des années 80¹²⁶. Suite à la restructuration, la Bourse aurait obtenu un montant de 28 millions de dollars¹²⁷.

À une question de Monsieur Garcia, le président de la Bourse admet que le secteur des produits dérivés est celui qui bénéficie de la plus grande croissance sur les marchés financiers. Il reconnaît également qu'il est raisonnable de s'attendre à une croissance continue dans le marché mondial des produits dérivés au cours des prochaines années¹²⁸.

Face à de telles affirmations, le témoin justifie un taux de croissance de 5 % à compter de juillet 2005, en rappelant le caractère risqué et complexe de l'industrie des produits dérivés¹²⁹. Il souligne notamment la problématique des poursuites, la venue d'EUREX aux États-Unis et les risques inhérents liés, à cette époque, au développement d'une plate-forme électronique de négociation.

Il rappelle qu'en 2004, la Bourse avait pris le pari risqué de développer elle-même son propre système électronique. On devait à cet égard engager du personnel qualifié afin de faire cavalier seul dans un univers concurrentiel et complexe en termes de technologie¹³⁰. En terme de capacité, il ajoute qu'une plate-forme pour les options est beaucoup plus exigeante qu'un système pour les contrats à terme, compte tenu notamment de la problématique de l'ensemble des séries à la fois pour les options d'achat et les options de vente¹³¹.

Monsieur Bertrand note que 70 % des employés de la Bourse sont également actionnaires de l'entreprise et que le régime aux employés favorise la meilleure équipe possible¹³². Il souligne que la nouvelle plate-forme de négociation électronique découle de l'expertise d'employés qui sont là depuis quinze, vingt et vingt-cinq ans¹³³.

Claude Garcia

Le demandeur dans le présent dossier a témoigné dans sa propre cause. Monsieur Garcia a une vaste expérience du monde des affaires montréalais. Il agit à titre d'administrateur de sociétés¹³⁴ et a notamment été président aux opérations canadiennes de la compagnie d'assurances Standard Life pendant plus de dix ans. Il est fellow de l'Institut des actuaires depuis 1970. Il a une scolarité de doctorat du *London School of Economics* et a suivi un « *Advanced Management Program* » à l'Université Harvard.

Il a été membre du comité de l'Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes chargé d'établir les règles de capital de ces institutions¹³⁵. Au moment de l'audience,

¹²³ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 21.

¹²⁴ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 23.

¹²⁵ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 39.

¹²⁶ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, pp. 41 et 42.

¹²⁷ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 53.

¹²⁸ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 62.

¹²⁹ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 65.

¹³⁰ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 71.

¹³¹ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 78.

¹³² . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 73.

¹³³ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 85.

¹³⁴ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 53.

¹³⁵ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 74.

monsieur Garcia était administrateur et président du comité de vérification de la Caisse de dépôt¹³⁶. À titre exceptionnel, le Tribunal a permis à Monsieur Garcia, considérant son expérience dans le domaine financier, d'émettre une opinion concernant les différentes hypothèses retenues dans le cadre de l'établissement du prix des actions¹³⁷.

Au lieu d'utiliser la méthode de la Bourse, Monsieur Garcia est d'avis qu'il est préférable et plus raisonnable d'analyser la croissance des revenus de la Bourse au cours de la période de 2002 à 2004 afin de connaître la capacité du modèle d'affaires à titre de marché des produits dérivés¹³⁸. Au cours de cette période, les revenus seraient passés de 32,4 millions à 52,3 millions de dollars, en excluant le montant forfaitaire de 5 millions de dollars reçu du Groupe TSX. Il s'agit d'une croissance de 27 % par année composée annuellement¹³⁹ et ce, malgré le fait d'une baisse des tarifs de 15 % au cours de la période.

Il ajoute par ailleurs le fait que la Bourse est en situation de rattrapage, compte tenu que le marché canadien des options est huit fois moins important au Canada qu'il ne l'est dans douze pays qui possèdent des bourses développées¹⁴⁰. Un taux de croissance de 27 % est à son avis exceptionnel et se retrouve dans peu de secteurs d'activités. Il en vient à la conclusion qu'on devait prendre comme hypothèse un taux de croissance de 17 % et non de 5 % comme l'a fait la Bourse pour la période de 2006 à 2011¹⁴¹. Il ne modifie cependant pas les prévisions de revenus après 2011. Il évalue la croissance des dépenses de la Bourse pour les années 2006 à 2011 à 10,2 %¹⁴².

Il est d'avis que si on augmente le taux de croissance à 17 % de 2006 à 2011, le prix des actions s'établirait alors à 29,04 \$¹⁴³ excluant BOX. Dans l'éventualité où l'on prend comme hypothèse la perte d'exclusivité à compter de 2009, Monsieur Garcia diminue le taux de croissance des revenus de manière graduelle après cette période, à savoir de 17 % à 10 %, pour arriver à un prix de 26,14 \$ en excluant toujours BOX¹⁴⁴.

Au niveau des poursuites, Monsieur Garcia est d'avis que le coût est égal au pourcentage de succès des poursuites multiplié par le montant total. Des jugements défavorables, le cas échéant, pour l'ensemble des poursuites signifieraient une perte de 4,50 \$ par action. Dans l'éventualité du scénario le plus pessimiste, la Bourse pourrait malgré tout, selon Monsieur Garcia, avoir recours à l'émission de titres de dette subordonnée¹⁴⁵.

Monsieur Garcia constate également que la croissance des profits des opérations entre 2002 et 2004 a été multipliée par neuf passant de 9 cents à 83 cents¹⁴⁶.

Au niveau de l'établissement du prix des titres en fonction du ratio cours-bénéfice au plan international, Monsieur Garcia note que le prix des actions des bourses s'établit en moyenne à 23 fois les bénéfices en 2003. La Bourse de Hong-Kong aurait le ratio le plus élevé à 30 fois les bénéfices¹⁴⁷. Compte tenu de la croissance rapide de la Bourse de Montréal par rapport aux autres bourses, Monsieur Garcia lui donne un ratio cours-bénéfice de 32. Un tel ratio donne un prix de 28,80 \$ par action de la Bourse¹⁴⁸ en prenant les profits des quatre derniers trimestres, incluant le premier trimestre de 2005. Il retranche 10 % pour tenir compte de la faible capitalisation de la Bourse par rapport aux autres et arrive au prix de 25,92 \$¹⁴⁹.

¹³⁶ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 75.
¹³⁷ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 135.
¹³⁸ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 137.
¹³⁹ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 138.
¹⁴⁰ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 138.
¹⁴¹ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 138.
¹⁴² . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 147.
¹⁴³ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 151.
¹⁴⁴ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 155.
¹⁴⁵ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 163.
¹⁴⁶ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 170.
¹⁴⁷ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 171.
¹⁴⁸ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 173.
¹⁴⁹ . Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 189.

Monsieur Garcia accepte que le prix de BOX soit fondé sur la base de la transaction de janvier 2005 à savoir 5,06 \$ par action. Il est cependant en désaccord à ce qu'on applique un escompte de liquidité¹⁵⁰, compte tenu du rôle important joué par la Bourse dans BOX.

Au niveau du prix des actions de la Bourse, Monsieur Garcia fait une moyenne des prix selon les deux méthodes en fonction de ses hypothèses, à savoir l'actualisation des flux monétaires et le ratio cours-bénéfice, pour arriver au prix de 25,80 \$. Il admet qu'il a commis une erreur dans sa demande à monsieur St-Gelais et que l'on doit effectivement retrancher 30 % à titre d'escompte pour liquidité¹⁵¹. Il arrive ainsi à un prix par action de 18,06 \$ en excluant BOX. Il ajoute par la suite 5,06 \$ pour la valeur de BOX pour un prix par action total de 23,12 \$¹⁵².

À titre de comparable, Monsieur Garcia conteste que l'on tienne compte, de l'opération entre employés dans les six mois précédents, il juge celle-ci peu significative compte tenu du faible nombre d'actions en cause. Le prix des 445 actions échangées à cette occasion n'est pas, à son avis, représentatif d'un marché liquide¹⁵³.

Le demandeur conteste également le fait que Monsieur Labrèche n'ait pas fait une analyse de l'industrie des produits dérivés et qu'il n'a pas évalué les hypothèses utilisées par la Bourse pour déterminer la valeur des actions¹⁵⁴. Il est d'avis que les experts auraient dû utiliser plusieurs méthodes d'évaluation en calculant pour chacune l'impact financier des différentes hypothèses¹⁵⁵. On ne respecte pas à son avis la démarche utilisée par les experts en évaluation Shannon & Pratt¹⁵⁶.

Monsieur Garcia conteste également le travail effectué par l'Autorité en ces termes :

« J'aimerais également souligner que la méthode acceptée par l'Autorité des marchés financiers pour déterminer le prix des actions laisse à désirer. L'Autorité délègue à la direction de l'entreprise le soin de déterminer les prévisions de revenus pour les années futures même si les membres de la direction ont le loisir d'acheter des actions au prix fixé par eux.

De plus, contrairement à ce que les sources pertinentes nous enseignent et ce que la prudence nous dicte, la direction de la bourse n'a pas tenté de corroborer le résultat obtenu en utilisant une seconde méthode.»¹⁵⁷

En contre-interrogatoire, Monsieur Garcia a justifié de ne pas avoir modifié le facteur de risque au niveau du taux d'actualisation en invoquant que le taux de croissance de 17 % n'était pas si risqué que cela, compte tenu de la croissance observée dans le passé¹⁵⁸. Il note également que sa deuxième méthode d'évaluation corroborerait les résultats de la première, et ce, sans modifier le taux d'actualisation. Il accepte le pourcentage de risque spécifique de la Bourse de 0,5 % pour le calcul du taux d'actualisation. Monsieur Garcia admet cependant en contre-interrogatoire que le risque que les prévisions ne se réalisent pas est plus grand lorsque le taux de croissance est plus élevé¹⁵⁹.

Monsieur Garcia est devenu propriétaire de 40 000 actions lors d'une enchère privée (« *dutch auction* »), en juillet 2003, au prix de 3,75 \$ par action¹⁶⁰.

Le demandeur souligne que personne à l'assemblée annuelle des actionnaires de la Bourse en 2005 n'a mentionné que le conseil d'administration avait approuvé le prix de 13,74 \$¹⁶¹.

¹⁵⁰ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 190.

¹⁵¹ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 192.

¹⁵² Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 193.

¹⁵³ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 195.

¹⁵⁴ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 208.

¹⁵⁵ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 209.

¹⁵⁶ Pièce D-17.

¹⁵⁷ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 211.

¹⁵⁸ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 217.

¹⁵⁹ Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 231.

¹⁶⁰ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 32 ; Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 110; Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 118.

¹⁶¹ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 34.

En contre-interrogatoire, Monsieur Garcia admet qu'il était sur le comité qui a proposé au conseil d'administration le programme d'achat d'actions pour les employés en 2001¹⁶². Il admet également qu'à un prix de vingt dollars, il n'aurait pas entrepris l'ensemble de ces démarches¹⁶³.

Monsieur Garcia doute de l'urgence soulevée par le président de la Bourse concernant la nécessité de créer une nouvelle plate-forme informatique¹⁶⁴. Il admet cependant que l'adoption d'un modèle de marché électronique nécessite une plate-forme fiable et capable de faire face à un volume élevé d'opérations¹⁶⁵. Il ne conteste pas la décision de la Bourse de mettre en place un nouveau système électronique¹⁶⁶.

Le demandeur ne conteste pas l'effet bénéfique de faire participer les employés à l'actionnariat de l'entreprise¹⁶⁷. Il souligne que beaucoup d'entreprises le font, mais que le prix est établi en fonction du marché. Il souligne ainsi l'importance de faire preuve de transparence :

« Alors je pense que... c'est souhaitable, mais il faut que les employés acceptent les règles du jeu de la bourse. La bourse ce n'est pas un casino où on gagne tout le temps. La bourse c'est un marché et des fois ça monte, des fois ça baisse. Et si on fait un prix qui est tel qu'on est sûr de gagner, je ne suis pas certain qu'on crée à ce moment-là exactement l'effet souhaité.

Alors si on offre des actions à un prix qui est largement inférieur à la vraie valeur. Puis si la direction de la Bourse veut le faire, bien il y a une autre façon de le faire et c'est, par exemple, de dire : « Bien, le prix, on fixe le prix à vingt-trois dollars (23 \$) mais on va donner un subside de cinq dollars (5 \$). » que vous donnez ça devient une dépense de la Bourse et ça réduit le bénéfice par action d'autant. Donc, si vous donnez cinq dollars (5 \$) puis il y a deux cent mille (200 000) actions d'émissions, ça veut dire un million (1 M\$) de dépense de plus dans une année et ça veut dire réduction du profit par action d'un peu moins que... environ neuf millions (9 M) d'actions, donc de onze cents, o.k., onze cents de bénéfice de moins dans une année. Alors ça ce n'est pas très intéressant, là. Mais la transparence, à mon avis, si on veut donner une subvention, la façon de le faire c'est de le faire comme je viens de le dire et non pas en fixant un prix plus bas.

En fixant un prix plus bas, vous trompez les actionnaires deux fois. Vous les trompez en leur indiquant que la haute direction de la Bourse pense que le prix est réellement de treize et soixante-quatorze (13,74 \$) alors qu'il devrait être plus élevé et vous les trompez en surestimant le bénéfice par action puisqu'il y a une dépense, là, qui n'est pas comptabilisée¹⁶⁸. »

Le principal reproche de Monsieur Garcia à l'encontre de la décision du Président de l'Autorité est quant au prix¹⁶⁹. Il s'attaque au manque clair de transparence, car on se fie à un expert qui ne se prononce pas sur l'hypothèse la plus importante à savoir la croissance des revenus. L'Autorité aurait dû à son avis modifier le prix¹⁷⁰ et tenir comme prévu une séance de conciliation avec la Bourse. Il s'attaque également au fait que les personnes chargées d'établir le prix étaient en conflits d'intérêts, car elles pouvaient elles-mêmes acquérir des titres¹⁷¹. Un organisme comme la Bourse qui exerce des pouvoirs délégués en vertu de *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁷² devrait, selon Monsieur Garcia, être soumis à un standard plus élevé¹⁷³.

¹⁶² Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 35.

¹⁶³ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 53.

¹⁶⁴ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 71.

¹⁶⁵ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 74.

¹⁶⁶ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 76.

¹⁶⁷ Notes sténographiques, 29 juin 2006, pp. 76 et 77.

¹⁶⁸ Notes sténographiques, 29 juin 2006, pp. 77 et 78.

¹⁶⁹ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 124.

¹⁷⁰ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 126.

¹⁷¹ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 128.

¹⁷² Précitée, note 2.

¹⁷³ Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 129.

Monsieur Garcia admet qu'il n'a pas essayé d'obtenir l'appui des autres actionnaires dans le présent dossier¹⁷⁴. Suite à la preuve de Monsieur Garcia, la Bourse a demandé à faire une contre-preuve afin de répondre à certaines affirmations du demandeur¹⁷⁵.

Il a été admis par la Bourse qu'à l'assemblée annuelle des actionnaires d'avril 2006, aucune ratification n'avait été faite concernant les gestes posés au cours de l'année 2005¹⁷⁶.

Au cours de l'audience, le Tribunal a souligné qu'il considérerait sans doute, aux fins de la demande dont il est saisi, la décision de l'Autorité et le travail effectué par la Bourse compte tenu du lien étroit entre les deux questions¹⁷⁷.

LA CONTRE-PREUVE

Denis Labrèche

Le témoin Labrèche souligne que l'évaluation qui a été faite par la Bourse avait pour seul but l'émission de 200 000 actions ordinaires aux employés dans le cadre du régime d'actionnariat de la Bourse¹⁷⁸. Il ne s'agissait pas d'une évaluation pour les fins d'un premier appel public à l'épargne, afin d'évaluer une société cotée ou encore pour évaluer l'entreprise dans le cadre d'une vente totale¹⁷⁹. Il rappelle que l'évaluation est en date du 8 avril 2005¹⁸⁰ et que l'on doit tenir compte des facteurs suivants dans l'application des méthodes d'évaluation :

1. Les risques et incertitudes. Monsieur Labrèche rappelle le caractère volatil et complexe d'une bourse de produits dérivés. Il note le risque de concurrence dans ce secteur et la guerre des prix possible. Il souligne également la problématique d'élaborer une nouvelle plate-forme, la vulnérabilité d'une bourse de plus petite taille face aux intervenants importants¹⁸¹, les poursuites et la fin de l'entente d'exclusivité.
2. La profitabilité actuelle et prévue¹⁸². Monsieur Labrèche a examiné de manière plus approfondie les prévisions de la Bourse suite au témoignage du demandeur. Monsieur Labrèche est d'avis qu'on doit relativiser la croissance des revenus, compte tenu que celle-ci découle en grande partie des revenus informatiques, une activité non principale à celle de la Bourse¹⁸³. En 2004, environ vingt pour cent des revenus de la Bourse provenaient des revenus informatiques. Le témoin admet cependant que ces revenus sont récurrents¹⁸⁴. En excluant les services informatiques, la croissance serait de douze pour cent entre 2002 et 2004¹⁸⁵.

Il note la problématique de la concurrence et d'une guerre des prix avec des concurrents étrangers. Le témoin rappelle également que les résultats du premier trimestre 2005 n'étaient pas disponibles au 8 mars 2005¹⁸⁶. Il met également en garde le Tribunal de ne pas se servir d'éléments postérieurs dans le cadre d'une évaluation compte tenu du fait qu'une évaluation est toujours à une date donnée¹⁸⁷.

Au niveau du calcul du taux d'actualisation, Monsieur Labrèche est d'avis qu'un risque spécifique de zéro à un pour cent s'explique principalement en fonction d'un taux de croissance de 5 %¹⁸⁸. Dans l'éventualité d'une hausse du taux de croissance, le risque de réalisation des prévisions n'est plus le même et l'on doit par conséquent ajuster ce risque en fonction de ces incertitudes. À une question du

¹⁷⁴ . Notes sténographiques, 29 juin 2006, p. 139.

¹⁷⁵ . Notes sténographiques, 29 juin 2006, pp. 149 et 161.

¹⁷⁶ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 6.

¹⁷⁷ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 140.

¹⁷⁸ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 14.

¹⁷⁹ . Pièce B-31.

¹⁸⁰ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 16.

¹⁸¹ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 20.

¹⁸² . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 28.

¹⁸³ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 32.

¹⁸⁴ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 36.

¹⁸⁵ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 40.

¹⁸⁶ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 65.

¹⁸⁷ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 75.

¹⁸⁸ . Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 72.

Tribunal, le témoin établirait le risque spécifique de la Bourse entre quatre et cinq pour cent pour un taux de croissance de treize pour cent¹⁸⁹.

3. Les poursuites. Au niveau des poursuites, le témoin, en contre-preuve, souligne que le montant 40 495 000 \$ n'inclut pas les intérêts¹⁹⁰. La méthode suggérée par Monsieur Garcia de prendre 10 % du montant réclamé afin d'évaluer l'impact de ces poursuites sur les actifs de la Bourse ne constitue pas à son avis une méthode reconnue. Il admet cependant qu'un évaluateur aurait pu arriver au même résultat que celui présenté par le demandeur¹⁹¹. Le témoin expert doute que la Bourse puisse obtenir de la dette subordonnée¹⁹².
4. Les autres éléments. Monsieur Labrèche a admis qu'il est toujours préférable d'utiliser plusieurs méthodes d'évaluation pour évaluer une entreprise. Il souligne que la Bourse a effectivement utilisé plusieurs méthodes¹⁹³. À la question du Tribunal concernant le nombre de méthodes utilisées, le témoin expert a cependant admis que les autres calculs effectués par la Bourse pour corroborer le prix n'étaient pas en soi distincts de ceux employés afin d'arriver au prix de 13,74 \$¹⁹⁴. Cette admission sera tempérée un peu plus tard.

Le témoin expert est d'avis qu'on doit appliquer l'escompte pour liquidité pour la valeur de BOX, compte tenu qu'on doit évaluer l'action de la Bourse dans son ensemble¹⁹⁵. Il souligne par ailleurs qu'il est difficile de comparer la Bourse de Montréal avec les autres bourses au plan international, compte tenu de la petite taille de la bourse montréalaise¹⁹⁶.

Le témoin expert note également que la prime de risque pour les entreprises ayant une petite capitalisation a eu tendance à augmenter au cours des dernières années¹⁹⁷. Cette information n'était cependant pas disponible lors de l'évaluation.

Monsieur Labrèche rappelle qu'en évaluation, un taux d'actualisation est tout simplement l'inverse d'un multiple. Dans l'éventualité où un titre est plus risqué, le multiple sera plus bas et son taux d'actualisation sera plus élevé¹⁹⁸.

Le témoin souligne que l'on a corroboré le prix de 13,74 \$ en utilisant « l'EBITDA¹⁹⁹, le *price-earning* et le *price per book value* »²⁰⁰.

Au niveau des comparables, il note que la Bourse avait utilisé une moyenne des comparables de 38 pour le ratio cours-bénéfice (*price-earning*)²⁰¹. Ces comparables se retrouvent selon le témoin dans des feuilles de travail. Monsieur Labrèche doute cependant de la qualité de l'échantillon utilisé par la Bourse.

La Bourse, compte tenu de sa taille, devrait avoir un multiple moins élevé. Le témoin expert est d'avis que les titres de la Bourse devraient s'évaluer en fonction d'un multiple se situant entre quinze et dix-neuf fois les bénéficiaires, soit un peu moins que celui du TSX²⁰², pour une fourchette de prix variant entre 12,26 \$ et 16,91 \$. Le témoin ne peut cependant affirmer que la Bourse avait fait un tel exercice de corroboration à l'époque²⁰³. Le témoin expert explique les résultats obtenus dans la pièce B-31. On note à cet égard la différence qu'il prend des revenus moins élevés, à savoir 0,83 \$ et non 0,90 \$, et un escompte de liquidité pour BOX.

¹⁸⁹ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 72.

¹⁹⁰ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 95.

¹⁹¹ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 104.

¹⁹² Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 98.

¹⁹³ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 107.

¹⁹⁴ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 116.

¹⁹⁵ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 127.

¹⁹⁶ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 132.

¹⁹⁷ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 141.

¹⁹⁸ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 145.

¹⁹⁹ « *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization* » En français, le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement, le BAIIA.

²⁰⁰ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 147.

²⁰¹ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 151.

²⁰² Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 150.

²⁰³ Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 153.

Le témoin expert a fait une analyse de sensibilité en prenant les mêmes taux de croissance que ceux de Monsieur Garcia mais en prenant un taux d'actualisation plus élevé. Un taux d'actualisation de 21,4 % au lieu de 15,4 % donnerait une valeur par action de 15,27 \$²⁰⁴.

Une analyse de sensibilité en fonction de prévision de croissance des revenus a également été effectuée par l'expert²⁰⁵. En fonction de ces hypothèses, la juste valeur marchande de la Bourse à l'époque se situait entre environ 11 et 16 dollars. À une question du Tribunal, le témoin admet que le choix d'un taux d'actualisation relève beaucoup du jugement de l'évaluateur²⁰⁶.

Au niveau des comparables, le témoin expert note qu'une vente d'un bloc important, à savoir 62 500 actions, a été effectuée, de manière contemporaine au placement sous étude, entre un courtier et un groupe de cinq investisseurs à un prix de 12,00 \$²⁰⁷.

La prétention de l'expert est à l'effet que si Monsieur Garcia veut conserver le taux de croissance à 17 %, inévitablement, il doit augmenter son taux d'actualisation²⁰⁸. Il conclut ainsi son témoignage :

« Pour conclure, moi je prétends que la valeur de treize et soixante-quatorze (13,74 \$) établie par la Bourse de Montréal, 1) dans un premier temps, je réitère ce que j'ai déjà dit dans mon témoignage précédent, je trouve qu'il y a eu un travail raisonnable de fait pour arriver à cette valeur-là. On a utilisé des méthodes d'évaluation reconnues et je trouve que la valeur de treize et soixante-quatorze (13,74 \$), c'est une valeur raisonnable et à ce moment-là, lorsque l'AMF a rendu sa décision, après avoir examiné le dossier de la Bourse de Montréal, d'après moi, l'AMF était justifiée de dire que le travail fait par la Bourse de Montréal était raisonnable dans les circonstances. »²⁰⁹

Contre-interrogé par Monsieur Garcia, le témoin expert a admis qu'il n'a pas essayé d'évaluer l'impact des poursuites, compte tenu du fait que son mandat n'était pas d'évaluer l'action de la Bourse mais bien d'évaluer le caractère raisonnable de la méthode d'évaluation. Le témoin admet de plus qu'il n'a pas évalué le caractère raisonnable des hypothèses²¹⁰. Il admet également que l'évaluation des poursuites faite par Monsieur Garcia est arbitraire mais pas nécessairement erronée²¹¹.

À l'égard de la question des opérations qui sont propres à une bourse, le témoin admet que cette croissance est bien au-delà de vingt pour cent²¹². Le témoin expert a maintenu en contre-interrogatoire qu'une partie importante de la croissance découlait des services informatiques, une activité non principale de la Bourse²¹³. Il n'a cependant pas fait une analyse de la valeur ajoutée pour la Bourse des services informatiques²¹⁴.

Le témoin expert est d'accord avec le président de la Bourse que la création d'une nouvelle plateforme était très risquée²¹⁵. Le témoin expert est d'avis que l'escompte pour liquidité de 30 % doit s'appliquer à la valeur totale de la Bourse, y incluant la valeur de BOX. À la question à savoir si la valeur de BOX à 5,06 \$ intègre déjà un escompte de liquidité, le témoin expert a été incapable de répondre²¹⁶.

204. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 164.

205. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 167.

206. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 172.

207. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 176.

208. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 180.

209. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, pp. 181 et 182.

210. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 200. Un peu plus tard dans son témoignage, il soulignera qu'il a analysé les hypothèses (p. 289).

211. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 211.

212. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 221.

213. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 233.

214. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 222.

215. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 235.

216. Notes sténographiques, 2 octobre 2006, p. 279.

Le témoin expert a admis ne pas connaître les grands utilisateurs des produits dérivés²¹⁷. Il note que le prix de l'action de la Bourse de Montréal devrait se négocier selon un multiple moindre que celui de la TSX, compte tenu de sa taille moindre et des risques plus élevés²¹⁸.

Le témoin ne nie pas que les prévisions de taux de croissance pourraient être plus élevées,²¹⁹ mais qu'on devrait sans doute augmenter le taux d'actualisation. Il admet cependant qu'un taux de croissance réaliste ne devrait pas affecter le taux d'actualisation subséquent²²⁰. Un taux de croissance raisonnable se situerait à son avis dans une fourchette de 5% à 12 %²²¹. On a cependant tenu compte, à son avis, dans les prévisions de croissance, de la problématique d'une guerre des prix entre les différents marchés organisés²²². Les autres facteurs de risques auraient eu un impact plus grand au niveau non pas du taux de croissance, mais du taux d'actualisation²²³.

Le témoin expert est d'avis qu'un taux d'actualisation de 18 % aurait été plus adéquat, compte tenu de l'ensemble des risques²²⁴. Afin de bien refléter la problématique de l'impact d'une modification des hypothèses concernant le taux de croissance et le taux d'actualisation, il est utile de reproduire l'étude de sensibilité effectuée par l'expert :

217 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 4.
218 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, pp. 9 et 10.
219 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 17.
220 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 49.
221 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 50.
222 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 53.
223 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 56.
224 . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 59.

2005-010-003
PAGE :

25

Bourse de Montréal
Évaluation – 1^{er} janvier 2005
Analyse de sensibilité

Analyse de sensibilité : scénario

	Garcia	MX	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Actualisation des flux monétaires											
Valeur MX	26,14	13,62	25,73	20,33	16,76	19,19	15,51	13,06	17,20	14,03	11,90
Moins : poursuite	<u>0,45</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>	<u>n/a</u>
	<u>25,69</u>	<u>13,62</u>	<u>25,73</u>	<u>20,33</u>	<u>16,76</u>	<u>19,19</u>	<u>15,51</u>	<u>13,06</u>	<u>17,20</u>	<u>14,03</u>	<u>11,90</u>
2. Capitalisation des bénéfices											
Bénéfice par action	0,90	0,90	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
X multiple	<u>32</u>	<u>15,1</u>	<u>31,0</u>	<u>24,5</u>	<u>20,2</u>	<u>23,1</u>	<u>18,7</u>	<u>15,7</u>	<u>20,7</u>	<u>16,9</u>	<u>14,3</u>
	28,80	13,62	25,73	20,33	16,76	19,19	15,51	13,06	17,20	14,03	11,90
Moins : escompte de taille 10%	2,88	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	<u>25,92</u>	<u>13,62</u>	<u>25,73</u>	<u>20,33</u>	<u>16,76</u>	<u>19,19</u>	<u>15,51</u>	<u>13,06</u>	<u>17,20</u>	<u>14,03</u>	<u>11,90</u>
3. Moyenne											
Moyenne de 2 méthodes	25,81	13,62 ²²⁵	25,73	20,33	16,76	19,19	15,51	13,06	17,20	14,03	11,90

²²⁵ MX : pas d'escompte de liquidité sur liquidités excédentaires

Moins : escompte de liquidité 30%	7,74	3,42	7,72	6,10	5,03	5,76	4,65	3,92	5,16	4,21	3,57
Valeur MX	<u>18,06</u>	<u>10,20</u>	<u>18,01</u>	<u>14,23</u>	<u>11,73</u>	<u>13,43</u>	<u>10,86</u>	<u>9,14</u>	<u>12,04</u>	<u>9,82</u>	<u>8,33</u>
Box	5,06	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54
CONCLUSION	<u>23,12</u>	<u>13,74</u>	<u>21,55</u>	<u>17,77</u>	<u>15,27</u>	<u>16,97</u>	<u>14,40</u>	<u>12,68</u>	<u>15,58</u>	<u>13,36</u>	<u>11,87</u>

Hypothèses	Scénario										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Croissance revenus											
2006 à 2008	17%	5%	17%	17%	17%	12%	12%	12%	10%	10%	10%
2009	15%	5%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	8%	8%	8%
2010	13%	5%	13%	13%	13%	8%	8%	8%	6%	6%	6%
2011	10%	5%	10%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Par la suite	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Taux d'actualisation	15,4%	15,4%	15,4%	18,4%	21,4%	15,4%	18,4%	21,4%	15,4%	18,4%	21,4%
Revenu par contrat		0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$	0,94 \$

Le témoin expert opérerait de manière personnelle pour le scénario n° 8²²⁶, à savoir un taux de croissance de 10 %, pour ensuite décroître dans les années subséquentes²²⁷. Un tel taux de croissance avec un taux d'actualisation de 18,4 % établirait le prix des actions de la Bourse à 13,36 \$.

L'Autorité note que l'utilisation d'une méthode reconnue par la Bourse afin d'évaluer les titres fait suite à une demande initiale du régulateur en 2001. Il s'agissait, selon le procureur de l'Autorité, d'une exigence dans le cadre de l'octroi d'une demande de dispense²²⁸. La Bourse souligne qu'il s'agissait plutôt d'un motif ayant justifié l'octroi de la dispense²²⁹.

LA PREUVE DE L'AUTORITÉ

Daniel Laurion

Monsieur Laurion était Surintendant des marchés des valeurs en mai 2005, lorsque Monsieur Garcia a envoyé sa demande de révision au Président de l'Autorité²³⁰. À la demande de ce dernier, Monsieur Laurion, de concert avec des analystes, une avocate et un comptable, ont examiné la demande de Monsieur Garcia²³¹.

Il note que les programmes en faveur des employés sont très courants dans l'industrie²³². Au niveau de l'escompte de liquidité de 30 %, le témoin rappelle que la décision de reconnaissance de la Bourse fixe à un maximum de 10 % le seuil de détention pour un actionnaire, sans l'approbation de l'Autorité²³³.

Les membres du personnel de l'Autorité ont examiné le critère retenu pour l'évaluation de BOX et obtenu les états financiers trimestriels du 31 mars 2005. Ils ont également rencontré le personnel de la Bourse²³⁴. Malgré le fait qu'on soit arrivé à la conclusion que la décision rendue était raisonnable, le personnel n'était pas d'avis que les inquiétudes de Monsieur Garcia étaient farfelues ou hors du commun. C'est pourquoi on a demandé à la Bourse, dans un souci de transparence, de faire ses devoirs totalement et de manière contemporaine lors d'une prochaine demande²³⁵.

Le personnel de l'Autorité n'a pas jugé pertinent d'utiliser le ratio cours-bénéfice, compte tenu que les titres de la Bourse ne sont pas échangés sur un marché organisé et du fait qu'il est difficile de comparer cette dernière avec la Bourse de Toronto²³⁶. On n'a pas non plus vérifié si les profits de la Bourse de Montréal augmentaient plus vite que ceux de la Bourse de Toronto²³⁷.

Le personnel de l'Autorité n'a pas senti le besoin de rencontrer Monsieur Garcia, compte tenu que ce dernier était un tiers par rapport à la Bourse²³⁸. Monsieur Laurion a témoigné à l'effet que même si l'utilisation d'une méthode reconnue n'était pas une condition mentionnée dans le cadre de la décision, elle était intimement liée au processus de négociation ayant amené l'Autorité à accorder à la Bourse les décisions demandées. Une proposition inacceptable aurait amené soit un retrait de la demande ou une intention de refus de la part de l'Autorité²³⁹.

Monsieur Laurion a témoigné à l'effet que le personnel de l'Autorité, lors de l'étude d'une demande comme celle de la Bourse, analyse la méthode et les hypothèses de travail utilisées²⁴⁰.

²²⁶ . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 64.

²²⁷ . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 65.

²²⁸ . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 83.

²²⁹ . Notes sténographiques, 3 octobre 2006, p. 93.

²³⁰ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 8.

²³¹ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 14.

²³² . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 17.

²³³ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 21.

²³⁴ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 24.

²³⁵ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 25.

²³⁶ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 66.

²³⁷ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 71.

²³⁸ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 72.

²³⁹ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 80.

²⁴⁰ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 82.

LA PLAIDOIRIE DU PROCUREUR DE LA BOURSE

Le procureur de la Bourse a soumis trois arguments principaux justifiant de rejeter la demande de Monsieur Garcia²⁴¹. Voici ces arguments :

- Le caractère raisonnable de la décision rendue.
- Le défaut du demandeur de se décharger de son fardeau de preuve.
- Le caractère abusif des procédures.

Le caractère raisonnable de la décision rendue

Bien que la décision d'affaire de la Bourse soit pertinente à la question du caractère raisonnable de la décision de l'Autorité, le procureur de la Bourse est d'avis que le présent débat porte sur la décision de l'Autorité du 6 juin 2005²⁴². Il ne s'agit pas d'un procès d'évaluation. Il note que les principaux griefs de Monsieur Garcia dans sa lettre au Président de l'Autorité ont été rejetés. Il note à cet égard que même le demandeur reconnaît que l'escompte de liquidité de 30 % était justifié²⁴³.

On ne peut reprocher à la Bourse le fait que le prix fixé ne tenait pas compte des résultats du dernier trimestre, compte tenu que ceux-ci n'étaient pas disponibles à cette époque²⁴⁴. Même en prenant le profit utilisé par Monsieur Garcia de 0,90 \$ et qu'on le multiplie par 21, on arrive à un prix de 23,96 \$, incluant BOX²⁴⁵. Une déduction de l'escompte de liquidité de 30 % ferait en sorte que la valeur des actions serait de 16,77 \$²⁴⁶. Un ajustement des profits du trimestre à 0,83 \$, un escompte pour les services informatiques et un multiple de 18 aurait eu pour effet de déterminer un prix par action de la Bourse à environ 14 \$²⁴⁷.

Le procureur de la Bourse souligne que Monsieur Garcia n'a jamais proposé à l'Autorité de faire une analyse des projections²⁴⁸. À cet égard, il souligne que la méthode des flux monétaires actualisés est un processus établi, méthodique et raisonné. Un processus vérifié par des personnes qualifiées²⁴⁹. Le prix de 13,74 \$ avait également un impact à l'égard de la rémunération des administrateurs de la Bourse. Le procureur de cette dernière est d'avis que les membres du conseil n'auraient pas évalué la valeur de leur régime communément appelé « *deferred stock plan* ou DSU » à une valeur moindre que la vraie valeur²⁵⁰.

La transaction contemporaine à la fixation du prix au début 2005 mettant en cause un courtier à un prix de 12,00 \$ constitue, pour la Bourse, une fin de non-recevoir à la demande de révision²⁵¹. Le prix de 17,07 \$ lors du « *Dutch Auction* » de juin 2005 ne ferait que refléter les résultats du premier trimestre et les bonnes nouvelles qui sont apparues par la suite dans les journaux²⁵².

Le défaut du demandeur de se décharger de son fardeau de preuve

La Bourse souligne le fait que le demandeur n'a pas fait entendre de témoin expert à l'effet que la méthode et les prévisions de croissance étaient erronées et ce, même s'il avait le fardeau de la preuve²⁵³. Un taux de croissance plus élevé, selon le procureur de la Bourse, aurait requis une augmentation du taux d'actualisation.

Le procureur de la Bourse souligne que Monsieur Garcia n'a subi aucun préjudice. Il note à cet égard que le Tribunal a eu raison d'entendre la preuve²⁵⁴. Il soumet que le demandeur aurait dû présenter un vrai

²⁴¹ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 88.
²⁴² Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 89.
²⁴³ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 92.
²⁴⁴ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 92.
²⁴⁵ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 95.
²⁴⁶ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 96.
²⁴⁷ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 97.
²⁴⁸ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 99.
²⁴⁹ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 111.
²⁵⁰ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 114.
²⁵¹ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 115.
²⁵² Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 116.
²⁵³ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 117.
²⁵⁴ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 120.

expert en évaluation afin d'exprimer une opinion ou, à tout le moins, donner un estimé de la valeur des actions de la Bourse en mars 2005. Monsieur Garcia n'a pas fait la preuve d'un préjudice par le biais de la dilution de ses titres²⁵⁵. Malgré que la Bourse reconnaisse la renommée de Monsieur Garcia dans le monde des affaires et sa contribution à la vie économique et publique depuis longtemps²⁵⁶, celui-ci ne pourrait être qualifié d'expert dans le domaine de l'évaluation d'entreprise.

Le caractère abusif des procédures

La Bourse a rappelé au Tribunal les coûts importants liés à la présente demande²⁵⁷. Elle souligne que le but premier de Monsieur Garcia était de mettre de la pression sur la Bourse pour qu'elle effectue un premier appel public à l'épargne²⁵⁸. Monsieur Garcia ne s'est pas présenté devant le Tribunal avec des demandes précises, ce qui aurait facilité le débat²⁵⁹.

Au niveau de la norme de contrôle, la Bourse est d'avis que le critère à utiliser afin de décider s'il y a lieu le cas échéant de réviser la décision de l'Autorité est celui de la décision raisonnable et que, de toute façon, la décision rendue par l'Autorité était non seulement raisonnable, mais correcte²⁶⁰.

LA PLAIDOIRIE DU PROCUREUR DE L'AUTORITÉ

Le procureur de l'Autorité est d'avis que le Tribunal ne peut accéder à la demande de Monsieur Garcia, à savoir de fixer le prix des actions dans le cadre du régime aux employés. À son avis, le Tribunal pourrait tout au plus casser la décision de l'Autorité et renvoyer le dossier à cette dernière afin qu'elle examine à nouveau les faits ayant amené à la décision du 6 juin 2005²⁶¹. Bien que pertinentes au présent dossier, les décisions prises par l'Autorité dans le cadre des demandes de dispense ne font pas l'objet du présent débat²⁶².

Au niveau de la fixation des prix, l'Autorité rappelle qu'en vertu de la réglementation, elle n'a pas à se prononcer sur la qualité des titres offerts par prospectus²⁶³.

L'Autorité est d'avis que Monsieur Garcia n'a pas démontré, selon le critère de la balance des probabilités, qu'il y avait une erreur dans les chiffres, prévisions ou calculs faits et soumis à l'Autorité par la Bourse²⁶⁴. Elle ne croit pas qu'il appartienne à l'Autorité ou à la Bourse de démontrer que le prix de 13,74 \$ est le seul ou unique prix auquel un expert ou quelqu'un d'autre pouvait déterminer. L'Autorité est d'avis qu'on ne peut la tenir responsable de procéder à une évaluation de tous les émetteurs qui font une demande²⁶⁵.

Le procureur de l'Autorité rappelle que le droit corporatif nous enseigne que la fixation du prix des actions relève du conseil d'administration. Il note également que la nouvelle réglementation en vigueur encadrera de manière beaucoup moins spécifique les régimes aux employés²⁶⁶. En vertu des nouvelles règles, la Bourse n'aura plus à déposer de document d'information ou d'avis auprès de l'Autorité. Depuis septembre 2005, l'Autorité s'en remet totalement au conseil d'administration et aucune exigence n'oblige la Bourse à utiliser une méthode reconnue et de retenir les services d'un vérificateur indépendant²⁶⁷. Le régime ne sera même plus déposé, à titre d'information, auprès de l'Autorité.

²⁵⁵ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 124.

²⁵⁶ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 126.

²⁵⁷ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 130.

²⁵⁸ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 131.

²⁵⁹ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 135.

²⁶⁰ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, pp. 142 et 143.

²⁶¹ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 147.

²⁶² Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 148.

²⁶³ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 152; voir également le *Règlement Q-28, Exigences générales relatives aux prospectus*, 2001-08-24, Vol. XXXII, n° 34, BCVMQ.

²⁶⁴ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 159.

²⁶⁵ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 160.

²⁶⁶ Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 176.

²⁶⁷ Audience du 25 octobre 2006, 9 h 49.

La norme de contrôle

L'Autorité est d'avis que la norme de contrôle est celle de la décision correcte²⁶⁸. On cite à cet égard avec approbation la décision du Bureau dans le dossier Métivier²⁶⁹. Le procureur de l'Autorité note cependant qu'une décision correcte dans le présent dossier n'implique pas que le prix établi soit exact compte tenu qu'il n'appartient pas à l'Autorité d'évaluer le prix des titres d'une entreprise. Le régulateur n'a pas les outils et le temps pour effectuer de telles évaluations²⁷⁰. L'examen fait par l'Autorité était selon lui, correct.

L'Autorité est d'avis que Monsieur Garcia ne s'est pas déchargé de son fardeau de preuve²⁷¹.

Malgré le fait que le procureur de l'Autorité admette que l'audience devant le Tribunal avait un caractère « *de novo* », il soumet que le Tribunal devrait tout même faire preuve d'une légère déférence ou à tout le moins de prudence face à la décision de l'Autorité²⁷².

LA PLAIDOIRIE DE MONSIEUR GARCIA

Monsieur Garcia a clairement souligné au début de sa plaidoirie qu'il entendait démontrer que la décision de l'Autorité de ne pas modifier le prix de 13,74 \$ dans le cadre du régime aux employés était erronée²⁷³. Il conteste les hypothèses de croissance des revenus et des dépenses utilisées par la Bourse pour la période 2006 à 2011. Il entend proposer des escomptes découlant de la fin de l'exclusivité en 2009 et pour les litiges de l'ordre d'environ 40,5 millions. Le demandeur conteste également le fait que la Bourse n'a pas validé le prix obtenu en vertu de la méthode de l'actualisation des flux monétaires en procédant à une nouvelle évaluation de la valeur de ses opérations de Montréal à l'aide d'une autre méthode²⁷⁴.

Monsieur Garcia note que la Bourse a connu une croissance des revenus de l'ordre de 27 % au cours de la période de 2002 à 2004, ce qui démontre bien la capacité du modèle d'affaire de l'organisme montréalais²⁷⁵. Il rappelle que l'étude de McKinsey soulignait que le marché des options sur équité au Canada était huit fois moins important dans ce pays, par rapport à l'échantillonnage des douze pays ayant des bourses développées. Un rattrapage est donc, à son avis, inévitable et note les initiatives de la Bourse en ce sens²⁷⁶.

Les prévisions de croissance des revenus faites par la direction de la Bourse sont, à son avis, non crédibles et non appropriées. Il invoque notamment les faits suivants :

- Le rapport annuel de la Bourse pour l'année 2004 qui fait état d'une croissance annuelle moyenne de 15,5 %.
- La déclaration du président de la Bourse de Toronto à l'effet que « *Derivatives are the highest growth sector in global financial markets* »²⁷⁷.
- Le témoin Drolet a reconnu avoir utilisé les prévisions de revenus de la direction de la Bourse.
- Le témoin expert de la Bourse, Monsieur Labrèche a admis qu'il n'a pas examiné les prévisions de revenus de la Bourse.
- Le témoin Laflamme, qui est la personne responsable d'établir les prévisions de revenus, a elle-même acheté des actions au prix qu'elle avait déterminé, à savoir 13,74 \$.

Monsieur Garcia en vient à la conclusion, après avoir effectué une analyse, que le taux de croissance des revenus pour établir la valeur des opérations de Montréal devrait être de 17 %²⁷⁸. Il reconnaît que la

²⁶⁸ . Audience du 25 octobre 2006, 10 h 00-42.

²⁶⁹ . *Georges Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières*, 4 mars 2005, vol. 2, n° 9, BAMF – Section Information générale, 76 pages.

²⁷⁰ . Audience du 25 octobre 2006, 10 h 12.

²⁷¹ . Audience du 25 octobre 2006, 10 h 14.

²⁷² . Audience du 25 octobre 2006, 10 h 17.

²⁷³ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 1.

²⁷⁴ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 2.

²⁷⁵ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 3.

²⁷⁶ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 4.

²⁷⁷ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 4.

²⁷⁸ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 5.

croissance des revenus informatiques a été très importante au cours des années 2002 à 2004, mais il est d'avis que son hypothèse d'un taux de croissance de 17 % reflète une telle réalité²⁷⁹.

Il s'agit à son avis d'un taux réaliste et non optimiste. Il souligne à cet égard que le témoin expert de la Bourse a admis ne pas connaître les grands utilisateurs des produits dérivés et que son opinion concernant la croissance des revenus découle uniquement de ses discussions avec Madame Laflamme. Monsieur Garcia réduit le taux de croissance après mars 2009, afin de tenir compte de la possibilité d'une perte d'exclusivité sur les produits dérivés en 2009. Voici ces hypothèses :

1. « Volume quotidien moyen de 100 000 contrats en 2005.
2. Croissance annuelle moyenne des revenus de 17 % de 2006 à 2008.
3. Croissance des revenus de 15 % en 2009, de 13 % en 2010 et de 10 % en 2011.
4. Croissance annuelle moyenne des revenus de 3 % à compter de 2012.
5. Croissance annuelle des dépenses à un rythme égal à 60 % de la croissance des revenus de 2006 à 2011 et de 2 % par la suite. »²⁸⁰

En tenant compte de ces hypothèses, Monsieur Garcia évalue la valeur des actions de la Bourse à 26,14 \$, en excluant BOX.

Au niveau des poursuites, le demandeur réitère que la Bourse pourra faire un appel public à l'épargne ou émettre de la dette subordonnée et ce, dans le pire des scénarios. Tout au plus, il évalue la probabilité que la Bourse perde ces causes entièrement en deçà de 10 %. La valeur de l'action de la Bourse pour les activités de Montréal serait ainsi réduite de 0,45 \$ par action. Le prix de l'action de la Bourse pour les opérations de Montréal s'établirait donc à 26,14 \$²⁸¹.

Monsieur Garcia accepte le taux d'actualisation de la Bourse à savoir 15,4 %. En réponse aux nouveaux risques invoqués, le demandeur est d'avis que toutes les entreprises sont sujettes à des risques similaires. La Bourse, comme toute autre entreprise, est sujette à des risques de marché et de concurrence, à des risques informatiques et au risque de perdre des clients importants²⁸².

Monsieur Garcia a par la suite évalué la valeur de la Bourse selon la méthode de ratio cours-bénéfice. Un exercice de validation essentiel, car les auteurs recommandent d'utiliser plus d'une méthode. En prenant assise sur la pièce D-1, le demandeur note tout d'abord que l'échantillon des bourses sur le plan international se négociait à un ratio cours-bénéfice variant entre 16 et 30,2 pour une moyenne de 23²⁸³.

Monsieur Garcia est d'avis que l'on devrait dans le présent dossier utiliser un multiple de 32, compte tenu du rythme de croissance beaucoup plus élevé de la Bourse de Montréal. Le bénéfice par action pour le trimestre se terminant le 31 mars 2005 étant de 0,90 \$, le prix de l'action en vertu de cette méthode s'établirait à 28,80 \$. Le demandeur réduit cependant ce multiple à 28,8 afin de tenir compte de la faible capitalisation de la Bourse. Le prix des actions pour les opérations de Montréal selon le ratio cours-bénéfice est donc, selon Monsieur Garcia, de 25,92 \$²⁸⁴. Le demandeur note que son ratio est largement inférieur au ratio de 38,7 que l'on retrouve à la pièce B-16 de la Bourse.

Au niveau de la valeur de BOX, le demandeur accepte la valeur 5,06 \$ retenue par la Bourse. Cette valeur découle d'une opération effectuée sur les titres de BOX en janvier 2005. Il conteste cependant la prétention du témoin Labrèche à l'effet que cette valeur pourrait être surévaluée compte tenu du rôle important de la Bourse dans BOX²⁸⁵. Il est également d'avis que l'on ne doit pas retrancher un escompte de liquidité pour BOX compte tenu du fait que le prix de 5,06 \$ reflète évidemment ce manque de liquidité²⁸⁶.

Voici la conclusion de Monsieur Garcia concernant le prix :

²⁷⁹ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 8.
²⁸⁰ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 8.
²⁸¹ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 10.
²⁸² . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 11.
²⁸³ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 12.
²⁸⁴ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 13.
²⁸⁵ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 14.
²⁸⁶ . Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 15.

« J'ai estimé la valeur de l'action à 26,69 \$ selon la méthode de l'actualisation des flux monétaires et à 25,92 \$ selon la méthode du ratio cours-bénéfice. Je propose d'utiliser une valeur de 25,80 \$. Il faut maintenant appliquer un escompte de liquidité de 30 %. Après escompte, la valeur des opérations de Montréal devient 18,06 \$. À ce chiffre de 18,06 \$, il faut ajouter un montant de 5,06 \$ pour la valeur de la participation de la Bourse dans BOX. On arrive donc à une valeur de 23,12 \$. »²⁸⁷

Monsieur Garcia est d'avis qu'afin de déterminer le prix de l'action de la Bourse, il est difficile de se fier aux opérations entre employés, compte tenu que la seule opération récente porte sur un nombre infime d'actions²⁸⁸.

L'autre opération effectuée le 31 mars 2005 avec un courtier est également problématique, compte tenu que le vendeur n'avait pas acquis volontairement les titres mais qu'il les avait reçus dans le cadre de la démutualisation. Le « *dutch auction* » de juin 2005 doit également être analysé avec circonspection, compte tenu du faible bassin des acheteurs²⁸⁹ et du fait que le prix de 13,74 \$ était désormais connu des porteurs.

Monsieur Garcia conteste le travail effectué par le témoin expert Labrèche dans le présent dossier. Il souligne notamment les points suivants :

- Aucune analyse de l'industrie des produits dérivés et de la dynamique du marché.
- Aucune évaluation des hypothèses utilisées par la direction de la Bourse dans le cadre de la détermination de la valeur des actions.
- Aucune évaluation additionnelle par une autre méthode.
- Discussion de trois hypothèses seulement lors de son témoignage.
- Aucune évaluation de l'impact financier découlant de ces trois hypothèses.
- Analyse superficielle de la poursuite²⁹⁰.

Monsieur Garcia est d'avis que le président de la Bourse a amplifié l'urgence de développer une nouvelle plate-forme informatique²⁹¹.

À titre d'organisme d'autoréglementation exerçant des pouvoirs délégués en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁹², la Bourse aurait dû, selon Monsieur Garcia faire preuve de plus de transparence dans ses communications avec ses actionnaires²⁹³.

Au niveau de l'intérêt requis dans le présent dossier, Monsieur Garcia invoque la dilution qu'il subira si le Tribunal ne modifie pas le prix de 13,74 \$²⁹⁴. En réponse à la plaidoirie de la Bourse à l'effet que les administrateurs ont accepté un tel prix dans le cadre du rachat effectué en vertu du régime d'unités d'actions différées, Monsieur Garcia rappelle que les administrateurs ont pu bénéficier d'un placement privé en juin 2005 leur permettant de souscrire pour un maximum de 10 000 actions chacun, toujours au prix unitaire de 13,74 \$.

Monsieur Garcia conclut que le Tribunal devrait fixer le prix des actions à 23,12 \$ dans le cadre de la décision de la Bourse du 8 mars 2005²⁹⁵. Pour l'avenir, il propose que dans le cadre d'un régime aux employés, la Bourse se procure les titres sur le marché ou dans le cadre d'un « *dutch auction* » et ce, dans un souci de transparence, de réduction du fardeau réglementaire et afin d'éviter la dilution de la valeur des titres des porteurs existants²⁹⁶.

²⁸⁷ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 15.

²⁸⁸ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 16.

²⁸⁹ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 17.

²⁹⁰ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 19.

²⁹¹ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 20.

²⁹² Précitée, note 2.

²⁹³ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 21.

²⁹⁴ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 22.

²⁹⁵ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 27.

²⁹⁶ Claude Garcia, Plaidoyer, 25 octobre 2006, p. 27.

L'ANALYSE DU TRIBUNAL

LA NORME DE CONTRÔLE APPLICABLE

Avant de procéder à l'analyse des faits, le Tribunal a l'obligation d'établir la norme de contrôle. Le procureur de l'Autorité est d'avis que la norme de contrôle applicable dans le cadre d'une révision d'une décision de l'Autorité est la norme de la décision correcte telle qu'élaborée dans la décision Métivier²⁹⁷. Je vais donc reprendre en faisant les adaptations nécessaires, liées au présent dossier, les motifs que j'avais rédigés dans le dossier Métivier concernant la norme de contrôle applicable.

Il est important de rappeler que le législateur a confié au Bureau l'ensemble des pouvoirs de nature juridictionnelle ainsi que le pouvoir de révision qui appartenait auparavant à la Commission des valeurs mobilières du Québec. Hormis l'exception prévue à l'article 93 *in fine* de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*²⁹⁸, je suis d'avis que le législateur a tout simplement voulu scinder le volet « tribunal spécialisé » des autres attributs administratifs, d'enquête et de poursuivant autrefois regroupés au sein de la Commission.

Une telle modification structurelle, qui n'est pas unique au niveau international²⁹⁹, n'avait pas pour but de priver les intervenants des moyens dont ils disposaient et du droit de présenter leur cause devant un tribunal spécialisé. Toute exception limitant la protection du justiciable devrait s'interpréter restrictivement. Compte tenu de cette scission entre le volet tribunal et les autres volets de l'Autorité, je suis d'avis qu'il faut appliquer à l'Autorité les mêmes critères jurisprudentiels que ceux applicables à une personne exerçant des pouvoirs délégués. Bien que non unique au plan international, l'application de tels critères est rendue nécessaire compte tenu du caractère unique de la réforme québécoise au sein des organismes canadiens.

La doctrine a adhéré au principe que la norme de contrôle en révision judiciaire ou en évocation est complètement différente de celle prévue en révision par un tribunal spécialisé. La révision par le Bureau se veut un moyen pratique et efficace pour permettre de corriger des erreurs et d'appliquer de manière cohérente la législation en valeurs mobilières. Le professeur Yves Ouellette³⁰⁰ souligne ainsi l'importance d'appliquer largement ce pouvoir de révision :

« Lorsqu'un texte de loi est clair et que l'intention du législateur ressort à sa simple lecture, il faut lui donner tout son sens et un organisme a tort de limiter sa propre compétence en réécrivant la loi pour y insérer des distinctions ou des limites que le législateur n'a pas jugé bon d'imposer. En particulier, il faut que les tribunaux administratifs et leurs partenaires comprennent que la révision pour cause permet un contrôle plus large que la révision judiciaire et que ces deux mécanismes obéissent à des règles tout à fait différentes. »³⁰¹

La plupart des commissions de valeurs mobilières au Canada ont appliqué largement leur compétence en matière de révision. Celles-ci se sentiront normalement libres de substituer leur décision à celle prononcée par un organisme d'autoréglementation ou par une personne exerçant un pouvoir délégué. Une audience en révision aura souvent un caractère *de novo* et il sera ainsi possible de présenter une preuve nouvelle. La décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans le dossier *Bouliéris*³⁰² résume ainsi la situation :

« [27] In *Hretchka v. British Columbia (Attorney General)*, [1972] S.C.R. 119, (...) The Supreme Court of Canada refused to grant leave to appeal in this finding and quoted, with approval, part of the Court of Appeal judgment which pointed out that section 30 of the BCSA, in providing for a review as well as a hearing, and in permitting the BCSC to make such "other direction, decision, order or ruling as the Commission deems proper," went "far

²⁹⁷ *Georges Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières*, précitée, note 269.

²⁹⁸ Précitée, note 7.

²⁹⁹ On peut souligner le Financial Services Tribunal au Royaume Uni, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers de France, le Securities and Futures Appeal Tribunal de Hong Kong, l'Administrative Appeals Tribunal de l'Australie, le mécanisme des juges administratifs à la Securities and Exchange Commission des États-unis. Au niveau canadien, une proposition ontarienne en ce sens a été faite par l'Honorable Coulter A. Osborne et le professeur David J. Mullan, dans, *Report of the Fairness Committee to the Ontario Securities Commission*, 5 mars 2004.

³⁰⁰ Yves OUELLETTE, *Les tribunaux administratifs au Canada – Procédure et Preuve*, Montréal, Les Éditions Thémis, 1997, 755 pages, 505-506.

³⁰¹ *Ibid.*

³⁰² *Staff of the Investment Dealers Association of Canada and Dimitrios Bouliéris*, (2004) 27 O.S.C.B. 1597.

beyond appellate jurisdiction in the strict sense of deciding whether a lower decision be right or wrong.”

[28] (...)

[29] The Commission may “confirm the decision under review or make such other decision as the Commission considers proper.” The Commission is, therefore, free to substitute its judgment for that of the District Council. The hearing and review is treated much like a trial de novo where the panel may admit new evidence as well as review the earlier proceedings and the applicant does have the onus of showing that the District Council was in error in making the decision that is the subject of the application. See *Security Trading Inc. and the Toronto Stock Exchange* (1994), 17 OSCB 6097 at 6105 and *Re Security Trading Inc.*, [1995] T.S.E.D.D. No.2; *Picard and Fleming – Brokers, November* (1953), OSCB 14; *BioCapital Biotechnology and Healthcare Fund and BioCapital Mutual Fund Management Inc.* (2001), 24 OSCB 2659 at 2662.

[30] In this regard, a hearing and review may be considered broader in scope than an appeal, which is usually limited to determining whether there has been an error in law or a rule of natural justice has been contravened. See *Re C. Cole & Co Ltd., Coles Books Stores Ltd. and Cole’s Sporting Goods Ltd.*, [1965] 1 O.R. 331; affirmed [1965] 2 O.R. 243 (C.A.).

[31] However, in practice the Commission takes a restrained approach. The Commission will interfere with a decision of a self-regulatory organization (SRO) if any of the following grounds are present:

1. the SRO has proceeded on an incorrect principle;
2. the SRO has erred in law;
3. the SRO has overlooked some material evidence;
4. new and compelling evidence is presented to the Commission that was not presented to the SRO; or
5. the SRO’s perception of the public interest conflicts with that of the Commission’s.

See *Re Canada Malting* (1986), 9 OSCB 3565 at 3587 and *Security Trading Inc.*, and the *Toronto Stock Exchange* (1994), 17 OSCB 6097 at 6105. »³⁰³

Je suis d’accord avec la position de la commission ontarienne à l’effet que le pouvoir de révision doit être interprété de manière libérale.

Dans certaines circonstances la norme de contrôle de révision pourra être celle de la décision correcte. Une telle norme est par ailleurs conforme à la volonté du législateur d’avoir voulu préserver, sous la nouvelle structure réglementaire adoptée par la *Loi sur l’Autorité des marchés financiers*³⁰⁴, les droits des intervenants dans le secteur des valeurs mobilières.

Toutefois, dans d’autres circonstances, la révision pourra se faire même sur une base plus large. Ce sera notamment le cas dans le cadre d’une audience *de novo* ou lorsque le Bureau aura entendu une nouvelle preuve ainsi que lorsque l’Autorité :

- n’a pas respecté les principes de justice naturelle ou de l’équité procédurale ;
- a erré en fait ou en droit ;
- a appliqué des principes inadéquats ; ou
- n’a pas tenu compte de l’ensemble de la preuve.

Dans ces situations le Bureau prononcera la mesure qu’il estime appropriée en fonction des faits et du droit applicable.

³⁰³ . *Id.*

³⁰⁴ . Précitée, note 7.

Le pouvoir de révision prévu à l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁰⁵, à l'exception de l'article 93 *in fine* de la *Loi sur l'Autorité*, ne comporte aucune restriction quant au pouvoir du Bureau de réviser une décision de l'Autorité ou d'un organisme d'autoréglementation. Il est à mon avis souhaitable d'interpréter, dans le respect des textes législatifs, une disposition dans le secteur des valeurs mobilières comme voulant s'intégrer au cadre réglementaire national et international. Le pouvoir de révision du Bureau doit être suffisamment large pour lui permettre de réaliser sa délicate mission. Le niveau de protection offert aux différents intervenants a un impact majeur sur la crédibilité et l'attrait des marchés financiers québécois.

Cette approche s'impose pour différents motifs. Tout d'abord, les membres du Bureau ont une solide expertise dans le domaine financier. Le législateur a ainsi voulu préserver l'expertise acquise dans ce domaine hautement spécialisé. Il est utile de rappeler à cet égard que la Cour suprême du Canada a reconnu dans les arrêts *Ryan*³⁰⁶ et *Pezim*³⁰⁷ le caractère hautement spécialisé de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières.

La préservation d'une telle expertise est extrêmement importante au plan économique. Un encadrement adéquat favorise l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers. Ces deux caractéristiques favorisent une meilleure allocation des ressources, diminuent le coût de capital pour l'ensemble des entreprises et permettent au Québec de s'arrimer aux grands principes internationaux.

À titre de partie prenante de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), le Québec s'est engagé à se doter d'un régulateur, scindé ici en l'Autorité des marchés financiers et le Bureau, ayant les caractéristiques suivantes, à savoir :

- 1) l'indépendance au plan opérationnel;
- 2) l'imputabilité; et
- 3) la détention des pouvoirs, des ressources et la capacité de remplir efficacement ses fonctions et d'exercer ses pouvoirs³⁰⁸.

Le Bureau est indépendant et évidemment imputable devant les tribunaux supérieurs. Il doit par ailleurs être doté de pouvoirs et avoir la latitude d'exercer efficacement son rôle.

La norme de contrôle décrite ci-dessus s'inscrit bien dans la latitude et les pouvoirs octroyés aux autres régulateurs à l'échelle internationale. Compte tenu de l'importance des marchés financiers pour les entreprises et l'ensemble des citoyens, le législateur québécois a mis en place un tribunal indépendant et spécialisé doté de larges pouvoirs afin de préserver l'intégrité des marchés québécois.

L'analyse pragmatique et fonctionnelle décrite dans l'arrêt *Pushpanathan c. Canada (Ministre de la citoyenneté et de l'immigration)*³⁰⁹ et reprise récemment dans les arrêts *Ryan*³¹⁰, *Dr Q*³¹¹ et *Pigeon*³¹² de la Cour d'appel du Québec, convient, à mon avis, parfaitement bien à une révision judiciaire effectuée par un tribunal supérieur à l'encontre d'un tribunal spécialisé. L'application du critère de la décision raisonnable *simpliciter* priverait le tribunal spécialisé qu'est le Bureau des pouvoirs lui permettant d'encadrer efficacement les décisions prises par l'Autorité et les organismes d'autoréglementation. Dans l'arrêt *Southam*³¹³, la Cour suprême décrit ainsi la norme de la décision raisonnable *simpliciter* :

« Est déraisonnable la décision qui, dans l'ensemble, n'est pas étayée par aucun motif capable de résister à un examen assez poussé. En conséquence, la cour qui contrôle une

305. Précitée, note 2. Il est utile de mentionner l'article 323.5 de la *Loi sur les valeurs mobilières* concernant la discrétion conférée en fonction de l'intérêt public : « 323.5, Sous réserve du troisième alinéa de l'article 85 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, le Bureau exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public. »

306. *Barreau du Nouveau-Brunswick c. Ryan* [2003] 1 R.C.S. 247, à la page 4.

307. *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557.

308. Organisation internationale des commissions de valeurs, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mai 2003, (voir le principe 6 concernant le régulateur).

309. 1998] 1 R.C.S. 226.

310. Précitée, note 306.

311. *Dr Q c. College of Physicians and Surgeons of British Columbia*, [2003] 1 R.C.S. 226.

312. *Pigeon c. Daignault* [2003] R.J.Q. 1090.

313. *Canada (Directeur des enquêtes et recherches) c. Southam Inc.*, [1997] 1 R.C.S. 748.

conclusion en regard de la décision raisonnable doit se demander s'il existe quelque motif étayant cette conclusion. »³¹⁴

Un tel critère est à mon avis beaucoup trop restrictif pour encadrer efficacement les marchés financiers. Face à l'étendue du mandat confié par le législateur au Tribunal par les articles 93 et 94 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*³¹⁵ l'application d'un tel critère pourrait comporter des risques systémiques importants pour la stabilité des marchés financiers québécois. Je songe notamment aux décisions prises par l'Autorité à l'égard des décisions rendues dans le cadre d'une offre publique d'achat lancée dans plusieurs juridictions, une décision concernant les règles de capital des courtiers ou enfin des décisions rendues pouvant avoir un impact au niveau de l'accès ou la structure de nos marchés.

Une norme de contrôle en fonction de l'existence ou de l'absence de quelque motif étayant une conclusion ne tiendrait pas compte de l'importance du pouvoir de révision du tribunal face à ces grandes décisions. La création du Bureau avait justement pour but de créer un tribunal spécialisé et indépendant, apte à encadrer efficacement les marchés, en tenant compte des impératifs de stabilité, de transparence et d'efficience dans un marché de plus en plus global et en constante mutation.

Compte tenu du caractère « *de novo* » de la présente affaire, le Bureau doit maintenant et à la lumière de la nouvelle preuve entendue déterminer le sort de la demande de M. Garcia.

La décision de l'autorité

Il est important de rappeler que le recours du demandeur ne vise que la décision de l'Autorité du 6 juin 2005³¹⁶. Bien qu'intimement liées les décisions de la Bourse concernant le régime d'actionariat destiné aux employés et les dispenses accordées par le personnel de l'Autorité ne sont pas directement en cause. Les éléments factuels ainsi que ces dernières décisions sont tout de même importants afin de déterminer si la décision de l'Autorité était appropriée.

LE RÉGIME D'ACTIONNARIAT AUX EMPLOYÉS – LE RÔLE DE LA BOURSE

Il est important de rappeler que le régime d'actionariat destiné aux employés est entré en vigueur le 27 mars 2001. À cette époque, la Commission des valeurs mobilières du Québec avait à mon avis exigé que le prix d'offre soit fixé en fonction d'une méthode reconnue. La Bourse a adopté la méthode des flux monétaires actualisés. Est-ce que cette méthode est raisonnable?

LA MÉTHODE DES FLUX MONÉTAIRES

Il est utile de rappeler que le rapport de la firme KPMG a indiqué dans quelles circonstances la méthode fondée sur les bénéfices doit être utilisée :

« Cette méthode doit être utilisée lorsque l'entreprise qui fait l'objet de l'évaluation obtient un rendement raisonnable sur son capital investi et que l'acheteur hypothétique souhaite acquérir les bénéfices futurs indiqués de l'entreprise. La valeur du bénéfice d'une entreprise en exploitation est fondée sur le taux de rendement que l'investisseur recherche pour son placement, en ce qui concerne un certain nombre de facteurs tels que le taux de rendement d'autres investissements, le niveau de risque et la liquidité du placement. Cette méthode suppose la poursuite des activités de l'entreprise et se fonde sur la volonté qu'a l'acheteur d'acquérir et de faire croître la capacité de gain ou le bénéfice futur de l'entreprise.

La capacité de gain d'une entreprise dans un contexte de continuité est habituellement supérieure à la valeur de ses éléments d'actif considérés individuellement. Cela s'explique du fait que la valeur des éléments d'actif n'est souvent réalisée qu'au moment de la liquidation de l'entreprise et que le processus de liquidation peut réduire considérablement la valeur de ces éléments d'actif.

En général, il existe trois techniques reposant sur la notion de bénéfices pour déterminer la valeur de l'entreprise : le bénéfice capitalisé, le flux monétaire capitalisé et le flux monétaire actualisé. »³¹⁷

³¹⁴ Id. 748, par. 56. La description de cette norme a été reprise dans l'arrêt *Ryan* précité, note 306, à la page 268.

³¹⁵ Précitée, note 7.

³¹⁶ *Bourse de Montréal Inc.*, précitée, note 1.

³¹⁷ KPMG, *Bourse de Montréal - Rapport d'évaluation*, 23 octobre 2000, pièce B-14, page 8.

On constate donc à la lecture de cette définition, qu'une telle méthode est utilisée sur la base de l'hypothèse de la continuité d'exploitation (*going concern*) par opposition à une évaluation basée sur la liquidation. La valeur d'une entreprise, dans l'hypothèse où elle aura la capacité de réaliser des gains sur une base de continuité, sera normalement plus grande que la valeur d'une entreprise en processus de liquidation. Cette méthode utilise soit les bénéfices capitalisés, les flux monétaires capitalisés ou bien les flux monétaires actualisés. L'utilisation des flux monétaires permet de tenir compte des éléments hors caisse. Le choix de l'actualisation pour les bénéfices ou les flux au lieu de la capitalisation permet une meilleure flexibilité au niveau du taux d'actualisation et de la croissance projetée.

Je suis d'avis que la Bourse a eu raison d'utiliser la méthode des flux monétaires actualisés dans le présent dossier, compte tenu du fait qu'il était possible d'établir des prévisions de revenus et de dépenses sur un horizon de quelques années. Voici les commentaires des auteurs Campbell et Johnson concernant l'importance de cette méthode :

« The Discounted Cash Flow ('DCF') Valuation Methodology arguably is the most theoretically sound of the valuation methodologies currently utilized. In recent years it has become a preferred valuation methodology. This is because it forces detailed analysis of key forecast and valuation variables and hence facilitates an understanding of important external and internal business drivers, revenue and expense behavior, and business risks. Accordingly, where meaningful financial projections are available, the DCF methodology generally should be adopted, either by itself or in conjunction with other valuation methodologies. »³¹⁸

La force de la méthode d'actualisation des flux monétaires réside dans le fait qu'elle nous oblige à analyser en profondeur les prévisions et les hypothèses relatives à l'évaluation et ce, dans une perspective de bien comprendre la dynamique de l'entreprise au niveau notamment des revenus, des dépenses et des risques. Voici un résumé sommaire de l'auteur Damodaran³¹⁹ concernant les composantes de cette méthode :

« STRUCTURE OF DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION »

To value an asset, we have to forecast the expected cash flows over its life. This can become a problem when valuing a publicly traded firm, which at least in theory can have a perpetual life. In discounted cash flow (DCF) models, we usually resolve this problem by estimating cash flows for a period (usually specified to be an extraordinary growth period) and a terminal value at the end of the period. While we will look at alternative approaches, the most consistent way of estimating terminal value in a discounted cash flow model is to assume that cash flows will grow at a stable growth rate that can be sustained forever after the terminal year. In general terms, the value of a firm that expects to sustain extraordinary growth for n years can be written as:

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Expected cash flow } t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal value } n}{(1+r)^n} »$$

Le prix obtenu découle donc de l'addition de la valeur actualisée des flux monétaires sur un horizon temporel déterminé ainsi que l'actualisation de sa valeur terminale. On assume un taux de croissance constant pour établir la valeur terminale. Le « r » sera le taux d'actualisation qui comportera des éléments liés aux risques à savoir le taux sans risque, la prime de risque d'équité, la prime de risque pour petites capitalisations et les facteurs de risques spécifiques liés à la société. Les auteurs Stowe, Robinson, Pinto et M^oLeavey décrivent ainsi ce que reflète le taux d'actualisation :

« In choosing a discount rate, we want it to reflect both the time value of money and the riskiness of the stock. The risk-free rate represents the time value of money. A risk premium represents compensation for risk, measured relative to the risk-free rate. The risk premium is an expected return in excess of the risk-free rate that is related to risk. When we decide

³¹⁸ . Ian CAMPBELL et Howard E. JOHNSON, *The valuation of Business Interests*, Toronto, Canadian Institute of Chartered Accountants, 2001, p. 175.

³¹⁹ . Aswath DAMODORAN, *Damodaran on Valuation-Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2^eéd., New York, Wiley-Finance, 2006, p. 117.

on a discount rate that reflects both the time value of money and an asset's risk, as we perceive it, we have determined our required rate of return. A required rate of return is the minimum rate of return required by an investor to invest in an asset, given the asset's riskiness. Sometimes we refer to the required rate of return for an asset. This is required rate of return on an asset that we infer using market data, which should represent a type of consensus perspective on the asset's risk. Generally, we use such required rates of return in DCF valuation. »³²⁰

La méthode des flux monétaires actualisés nous donnera une valeur pour la firme. Cette valeur pourra être divisée par le nombre d'actions pour nous donner le prix par action. On doit se poser la question à savoir si cette valeur représente un intérêt majoritaire ou minoritaire. L'auteur Pratt souligne ainsi cette problématique :

« Whether the income approach utilized is the discounted cash flow or capitalization of cash flow or earnings, the income approach can produce either a control value or a minority value. Therefore, it is necessary to understand the assumptions used in the income approach implementation to determine whether a minority discount or a control premium is warranted.

Most analysts agree that the extent to which the income approach produces a control or minority value lies primarily in the level of the cash flows or earnings being discounted or capitalized. If the projected cash flows were those that a control owner would expect to receive, a control premium already would be reflected. However, if the projected cash flows used do *not* reflect a control owner's expectation, then a control premium may be warranted.

Some analysts believe that the income approach always produces a publicly traded minority basis of value because both the Capital Asset Pricing Model (CAPM) and the buildup model develop discount and capitalization rates from minority interest transaction data in the public markets. »³²¹

Lors de l'audience, nous avons également eu à nous interroger sur la problématique des escomptes. Il est intéressant de se rappeler que les escomptes peuvent être au niveau de l'entreprise ou au niveau du porteur. Les escomptes liés aux petites capitalisations ou à des poursuites sont au niveau de l'entreprise. Il y a également des escomptes qui sont normalement liés directement aux porteurs comme les escomptes liés au contrôle ou à la liquidité. L'auteur Hitchner résume bien la problématique des escomptes :

« VALUATION DISCOUNTS AND PREMIUMS

Two of the fundamental tools used by valuation analysts are discounts, which reduce the value of interests in closely held businesses, and premiums, which increase the value of those interests. The courts have recognized the validity of discounts and premiums at the conceptual level for many years. Tax cases have generally shown an evolving sophistication on the parts of both the courts and the valuation experts as regards the determination and application of discounts and premiums. The usefulness of some established studies for determining discounts and premiums has been questioned in recent years, both in journal articles and in court decisions. Analysts will best use available data by remembering that discounts and premiums derive from valuation fundamentals such as timing, risk, and growth of cash flows of businesses and of specific ownership interests. They are really shorthand ways of talking about frequently recurring valuation relationships.

The most common valuation discounts and premiums arise from the basic concepts of control and marketability. A minority shareholder, whether in a publicly held or a privately held company, is often a passive investor with little or no input into how the company is run. In addition, a minority shareholder in a privately held company faces difficulty in finding ready buyers for his or her shares.

(...)

³²⁰ . John D. STOWE, Thomas R. ROBINSON, Jerald E. PINTO, & Dennis W. M^oLeavey, *Equity Asset Valuation*, Hoboken NJ, John Wiley and Sons, Inc., 2007, 47-48.

³²¹ . Shannon P. PRATT, Précité, note 70, p. 30.

SHAREHOLDER-LEVEL DISCOUNTS

Other factors, such as the numbers of shareholders, the existence of a shareholders' agreement, and the like, would not, at least at this point in the valuation process, affect the value conclusion. This is because the number of shareholders or the existence of a shareholders' agreement are *shareholder-* or *security-specific* factors or attributes rather than *company-specific* factors. Although there may be isolated exceptions, strategic premiums, control premiums and discounts for either lack of control or lack of marketability account for a measure the degree of these shareholder- or security-specific factors. These discounts and premiums pertain to specific ownership interests. »³²²

Nous sommes d'accord avec la prétention du témoin Drolet à l'effet que l'escompte sera normalement déduit de la juste valeur marchande³²³. Afin d'évaluer la valeur marchande d'une participation minoritaire, on procède normalement par étape. Tout d'abord, on évalue la valeur marchande de toute l'entité pour ensuite retrancher des escomptes liés à la liquidité et aux intérêts minoritaires afin d'établir la valeur de la participation minoritaire³²⁴. Dans le présent dossier, la juste valeur marchande de l'entité serait l'actualisation des flux monétaires. Afin d'obtenir la juste valeur marchande du régime de participation aux employés, il faudrait retrancher de cette juste valeur marchande les escomptes requis.

Le Bureau est d'avis qu'un escompte de liquidité de 30 % dans le présent dossier était justifié. Nous partageons l'avis de l'expert Labrèche sur cette question³²⁵.

LES HYPOTHÈSES ET LES PRÉVISIONS

La force d'une telle méthode dépend évidemment de la valeur des prévisions qui sont retenues. On devrait à cet égard regarder qui a fait l'évaluation, l'horizon temporel retenu, les hypothèses et les grandes tendances économiques. Voici les commentaires des auteurs Campbell et Johnson à cet égard :

« ANALYZING FORECASTS

An objective and detailed assessment of forecasted income statements, cash flow statements and balance sheets is important. These forecasts are fundamental to the DCF methodology. When analyzing a long range forecast, consideration should be given to the following :

- who prepared the forecast and for what purpose;
- the time period of the forecast;
- the key variables and underlying economic drivers;
- underlying assumptions and internal consistency; and
- whether inflation has been built into the forecast. »³²⁶

Il est important de rappeler le fait que Monsieur Garcia a admis qu'il n'avait pas de difficulté avec la méthode utilisée, à savoir l'actualisation des flux futurs. Sa principale récrimination porte sur le fait que les intervenants dans le présent dossier ne se sont pas prononcés sur les revenus et les prévisions de revenus mais qu'ils s'en sont remis à la Bourse et indirectement à Madame Laflamme³²⁷.

Dans le présent dossier, je suis d'avis que Monsieur Garcia a eu raison de s'interroger à l'égard des hypothèses de croissance. Un actionnaire même aguerrri pouvait difficilement comprendre la logique de l'emploi d'un taux de croissance aussi bas. Le président de la Bourse a lui-même admis que le secteur des produits dérivés est celui qui bénéficie de la plus grande croissance sur les marchés financiers. Il

³²² . James R. HITCHNER, *Financial Valuation-Applications and Models*, 2e éd., New York, Wiley Finance, 2006, pp. 375 et 380.

³²³ . Notes sténographiques, 21 avril 2006, p. 183.

³²⁴ . Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 137.

³²⁵ . Notes sténographiques, 24 avril 2006, p. 137.

³²⁶ . Ian CAMPBELL et Howard E. JOHNSON, Précité, note 318, p. 180.

³²⁷ . Notes sténographiques, 24 avril 2006, p.242.

reconnait également qu'il est raisonnable de s'attendre à une croissance continue dans le marché mondial des produits dérivés au cours des prochaines années³²⁸.

Plusieurs journées d'audience ont été nécessaires avant que nous en venions à la conclusion que la Bourse est arrivée à un prix approprié, mais pour les mauvaises raisons.

Le témoignage de Madame Laflamme a soulevé plusieurs interrogations concernant le travail effectué ainsi que les hypothèses retenues. J'aimerais rappeler les passages suivants :

- Le témoin ne se souvient pas de manière précise, pourquoi les prévisions faites pour l'avenir étaient moins optimistes que celles faites par la firme de consultant McKinsey³²⁹.
- Elle témoigne de manière surprenante concernant l'existence des poursuites de l'ordre de quarante millions de dollars à l'encontre de la Bourse³³⁰.
- À la question de Monsieur Garcia à savoir pourquoi on utilise un taux de croissance de 3 % après 2011 afin d'établir la valeur terminale, Madame Laflamme affirme qu'un tel taux a été retenu compte tenu de son caractère raisonnable³³¹. Elle admet qu'un tel chiffre n'est pas basé sur un indice, des statistiques ou une quelconque opération mathématique³³².
- À une question du Tribunal concernant l'utilisation d'un taux de croissance de 3 % après 2011 afin d'évaluer la valeur terminale, le témoin Laflamme a semblé incapable d'établir l'impact d'une modification du taux, se contentant de dire que sans doute cela aurait un impact énorme mais qu'il faudrait faire des simulations!³³³.
- Madame Laflamme a admis qu'elle a elle-même acheté des titres de la Bourse dans le cadre du régime³³⁴.
- Le comité de vérification n'a pas fait, selon le témoignage, de rapport écrit au conseil d'administration³³⁵.

Monsieur Garcia reconnaît cependant que les meilleurs experts, dans le secteur financier sont membres du conseil de la Bourse³³⁶. La décision d'établir le prix à 13,74 \$ était à mon avis appropriée, mais le processus ainsi que les hypothèses présentés par le personnel au conseil pouvaient être améliorés.

L'expertise et l'expérience des membres du conseil ont pallié aux faiblesses du processus et des hypothèses retenus par le personnel. Un rapport écrit du comité de vérification au conseil administration décrivant les différentes hypothèses concernant la croissance et les risques appréhendés aurait facilité le travail des administrateurs et du Tribunal. Un tel processus aurait été d'autant plus souhaitable que la personne qui a supervisé le travail d'évaluation pouvait elle-même acheter des titres, et ce, au prix qu'elle avait recommandé. Le Tribunal ne remet pas en cause l'intégrité de Madame Laflamme mais bien la qualité du processus suivi.

Le témoignage de Monsieur Bertrand a été déterminant et a permis de rassurer le Tribunal à l'égard du caractère approprié du prix. Le défi informatique, les risques de concurrence et les poursuites entamées à l'occasion du passage d'un système à la crie à une plate-forme électronique ont augmenté le risque de l'organisme de manière importante. Je suis d'avis que la Bourse aurait dû choisir un taux de croissance beaucoup plus élevé, mais également augmenter son taux d'actualisation de manière significative, afin de tenir compte des risques spécifiques auxquels devait faire face la Bourse à cette époque.

On doit se rappeler qu'une évaluation doit se faire à une date déterminée et ce, en fonction de l'information disponible à cette époque. Il est utile de rappeler les propos de Gabehart et Brinkley à cet égard :

³²⁸ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p.62.

³²⁹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 57.

³³⁰ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 89.

³³¹ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 95.

³³² . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 101.

³³³ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 137.

³³⁴ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 201.

³³⁵ . Notes sténographiques, 1er mai 2006, p. 212.

³³⁶ . Notes sténographiques, 6 juin 2006, p. 116.

« Every appraisal (and every valuation, for that matter) must contain an effective date, commonly called an as-of date, on which the valuation result is based. The value of a company theoretically changes every hour of the day as the business activities that affect cash flows unfold.»³³⁷

La qualité de l'évaluation repose uniquement sur les connaissances du présent même si celle-ci fait un clin d'œil au futur par la qualité ou le défaut de ses hypothèses et prévisions. Des fortunes se sont bâties ou ont été détruites dans le milieu boursier en jugeant mal le futur au présent.

Les parties se sont entendues sur le fait que la valeur de BOX devrait être établie sur la base de la transaction de janvier 2005 à savoir 5,06 \$ par action. La Bourse a contesté l'hypothèse avancée par Monsieur Garcia à l'effet que la probabilité de succès des poursuites est évaluée à environ 10 % ou une perte potentielle de 4,50 \$ par action. La Bourse n'a cependant pas soumis d'hypothèse concernant les poursuites. Cette dernière a tout simplement remis en cause la prétention de Monsieur Garcia concernant la possibilité de faire un appel public à l'épargne ou de faire un placement de dette subordonnée.

Nous sommes d'accord avec la prétention de Monsieur Garcia à l'effet qu'une évaluation devrait s'effectuer avec plus d'une méthode. Pour appuyer sa prétention, il cite l'auteur Pratt³³⁸. Frinkman et Tolleryd appuient également une telle démarche de corroboration dans les termes suivants :

« Checking your assumptions

In order to double-check your DCF valuation, we recommend using fundamental and relative multiples as well. This is because all valuation models are mathematically interconnected and will give rise to the same results, given the same underlying assumptions. This may sound like a rather revolutionary concept, but it is old news in the academic world. Despite this, it is still very useful.

This fact has immense practical implications. The two most important are:

1. The differences between the various valuation models are not that they yield different results but that each model highlights certain aspects while omitting others. With the knowledge that all models are interconnected, you can check what your assumptions from one model means expressed as assumptions in another. For example, given certain DCF assumptions, we can express this in a long-term return on equity (ROE) or long-term P/E ratio and check whether what we thought to be reasonable DCF assumptions are still reasonable expressed in other terms.

2. An end to confusing and contradictory valuation estimates; for example equity that is cheap according to P/E but expensive according to a DCF valuation. With a method for making assumptions coherent, all models will yield approximately the same results. This, it is hoped, will produce a healthy shift in all valuation discussions from model technicalities to the underlying assumptions.

As a consequence, the choice of valuation model is really one of taste and preference. Most models basically aim to calculate the net present value of future cash flows and they all need to deal with how to find the proper discount rate.»³³⁹

L'auteur Damodaran nous met cependant en garde de l'analyse par cours-bénéfice, car on assume le même risque pour les firmes dans le même secteur. Voici ses commentaires:

« COMPARING EQUITY MULTIPLES ACROSS FIRMS IN A SECTOR

The most common approach using equity multiples is to choose a group of firms in the same sector as the firm that we are trying to value, to calculate the average value for the multiple for this group, and to subjectively adjust this average for differences between the firm being valued and the comparable firms. While doing this, analysts implicitly assume that firms in the same sector are equally risky and that controlling for risk is therefore not necessary. Even if we accept this heroic assumption as reasonable, relative valuations

³³⁷ . Scott GABEHART et Richard J. BRINKLEY, *The Business Valuation Book*, New York, American Management Association, 2002, p. 23.

³³⁸ . Pièce D-17.

³³⁹ . David FRINKMAN et Jacob TOLLERYD, *Corporate valuation*, London, Prentice Hall, 2003, p. 89

range across the spectrum. Some relative valuations do not control for any of the other variables that we argued affect the multiples that firms trade at, whereas others do control at least partially for some of the differences. »³⁴⁰

La Bourse aurait dû à notre avis corroborer ses hypothèses en faisant une analyse beaucoup plus poussée du ratio cours-bénéfice, comme l'a fait Monsieur Garcia. Il est particulièrement curieux qu'on retrouve à la pièce B-16 de la Bourse un ratio cours-bénéfice comparable de l'ordre de 38,7 et aucune raison pour expliquer son rejet. Une telle analyse aurait permis de choisir parmi les trois hypothèses suivantes : 1) le ratio ou l'échantillonnage ayant permis de déterminer ce ratio est inapproprié; 2) le taux de croissance est inadéquat; ou 3) le taux d'actualisation utilisé ne reflète pas l'ensemble des risques. Une telle analyse aurait bonifié les hypothèses de la méthode de l'actualisation des flux monétaires.

Au niveau de l'établissement du prix des titres en fonction du ratio cours-bénéfice au plan international, Monsieur Garcia a soumis au Tribunal que le prix des actions des bourses s'établit en moyenne à 23 fois les bénéfices en 2003. La Bourse de Hong Kong aurait quant à elle le ratio le plus élevé à 30 fois les bénéfices³⁴¹.

Compte tenu de la croissance rapide de la Bourse de Montréal par rapport aux autres bourses, Monsieur Garcia lui donne un ratio cours-bénéfice de 32. Un tel ratio donne un prix de 28,80 \$ par action de la Bourse³⁴² en prenant les profits des quatre derniers trimestres, incluant le premier trimestre de 2005. Il a retranché 10 % pour tenir compte de la faible capitalisation de la Bourse par rapport aux autres et arrive à un prix par action de 25,92 \$³⁴³.

La preuve de Monsieur Garcia concernant l'opportunité d'utiliser un ratio cours-bénéfice aussi élevé n'a cependant pas été faite. La taille de la Bourse par rapport aux autres bourses de son échantillon ainsi que les risques soulevés par Monsieur Bertrand pouvaient permettre à la Bourse d'utiliser un multiple beaucoup moins élevé. Les opérations récentes entre les employés, les courtiers et le « *dutch auction* » pouvaient également avoir un certain réconfort pour les membres du conseil d'administration de la Bourse. Je crois également que la Bourse pouvait tenir compte du fait que la croissance rapide des revenus était sur une période relativement courte, à savoir 2002 à 2004.

Le Tribunal est également conscient que la Bourse dans l'administration quotidienne de ses affaires à titre d'émetteur doit bénéficier d'une certaine latitude. À moins de circonstances spécifiques, la Bourse, à titre d'émetteur, bénéficie de la règle de l'appréciation commerciale. Voici un passage de la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*³⁴⁴ décrivant le concept de l'appréciation commerciale et sur l'importance de bonnes règles de régie d'entreprise :

« L'établissement de règles de régie d'entreprise devrait servir de bouclier protégeant les administrateurs contre les allégations de manquement à leur obligation de diligence. Toutefois, même en présence de règles de régie d'entreprise, les décisions des administrateurs peuvent parfois prêter le flanc aux critiques de tiers. En ce qui concerne les mesures prises pour assurer le respect de l'obligation de diligence, les tribunaux canadiens, tout comme ceux des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande, ont eu tendance à tenir compte du fait que les administrateurs et les dirigeants ont souvent, en matière commerciale, des connaissances que ne possèdent pas les tribunaux. 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 »³⁴⁵.

340. Aswath DAMODORAN, Précité, note 319, p. 277.

341. Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 171.

342. Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 173.

343. Notes sténographiques, 21 juin 2006, p. 189.

344. [2004] 3 R.C.S. 461.

345. *Id.* 461, paragraphe 64 ; les soulignés ont été ajoutés.

Le Tribunal est conscient que la gestion d'une bourse de produits dérivés est une tâche complexe. La spécialisation des bourses au Canada a amené l'organisme montréalais à évoluer dans un environnement où les renseignements sont parfois incomplets, les enjeux sont élevés pour le Québec et les situations sont souvent pressantes, compte tenu de la concurrence dans ce secteur.

Le Tribunal s'est longuement attardé à l'analyse du tableau de l'expert Labrèche³⁴⁶. Son analyse de sensibilité en fonction des différents scénarios donne une fourchette entre 11,87 \$ et 23,12 \$. Le témoin expert aurait personnellement privilégié le scénario n° 8 qui établissait le prix des actions à 13,36 \$. Compte tenu de la preuve présentée et du fait que le risque spécifique de la Bourse à cette époque a été sous-estimé, nous croyons que la Bourse pouvait choisir un prix de 13,74 \$. Monsieur Garcia a cependant démontré de manière éloquent que l'hypothèse de croissance de 5 %, prévue à compter du mois de juillet 2005, avait été sous-évaluée.

LE TRAVAIL DE L'AUTORITÉ

Compte tenu de l'ensemble de la preuve entendue lors de l'audience *de novo* et du témoignage non contredit de Monsieur Laurion, je conclus que l'Autorité a rendu une décision appropriée dans le présent dossier. Monsieur Laurion a témoigné à l'effet que le personnel de l'Autorité lors de l'étude d'une demande, comme celle présentée par la Bourse dans le cadre de son régime d'actionnariat, analyse la méthode et les hypothèses de travail utilisées³⁴⁷. On ne peut exiger de l'Autorité de garantir l'exactitude des hypothèses.

L'Autorité a analysé l'ensemble des motifs soumis par Monsieur Garcia dans sa demande de révision du 20 mai 2005. La méthode utilisée ainsi que le prix retenu étaient justifiés dans la présente affaire.

L'INTÉRÊT DE MONSIEUR GARCIA

Compte tenu de ma conclusion à l'effet que la décision de l'Autorité était appropriée, je ne me prononcerai pas à l'égard de la question de l'intérêt de Monsieur Garcia. Je tiens cependant à souligner la qualité de la présentation de Monsieur Garcia. Il a su mener avec brio le rôle de plaideur et a démontré une grande expertise dans le domaine financier.

Monsieur Garcia nous a également rappelé le fait que la nouvelle réglementation donnera beaucoup moins de pouvoir à l'Autorité pour encadrer les régimes d'actionnariat. Dans le cadre d'un jugement, le Bureau ne peut pas commenter les propositions de Monsieur Garcia.

En terminant, l'Autorité aurait dû à mon avis donner suite à son offre de conciliation ou à tout le moins le rencontrer, afin de profiter de son expérience dans le domaine financier.

LA DÉCISION

Par conséquent, en vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁴⁸ et du deuxième alinéa de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*³⁴⁹, le Bureau rejette la demande de révision de la décision de l'Autorité des marchés financiers qui a été logée par Monsieur Garcia.

Fait à Montréal, le 24 juillet 2007

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, vice-président

COPIE CONFORME

(S) Claude St Pierre

M^e Claude St Pierre, secrétaire général

Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières

³⁴⁶ . Pièce B-31.

³⁴⁷ . Notes sténographiques, 5 octobre 2006, p. 82.

³⁴⁸ . Précitée, note 2.

³⁴⁹ . Précitée, note 7.