

McGILL LAW JOURNAL

Montreal

Volume 17 1971 *Number 2*

Aspects du droit des valeurs mobilières (1971)

Yves Caron *

ASPECTS DU DROIT DES VALEURS
MOBILIÈRES AU QUÉBEC (1971) **

SOMMAIRE

1. Aperçu général de la réglementation des valeurs mobilières	235
— compétence juridictionnelle	236
— administration	238
— uniformisation	239
— règles de contrôle: — dévoilement total (<i>full disclosure</i>)	241
— réglementation stricte (<i>Blue Sky</i>)	241
2. La Commission des valeurs mobilières	243
— structure, procédure, pouvoirs	243
— administration	246
— énoncés de politique de la Commission	247
— procédure nationale	249

* D. Phil. (Oxon), Professeur à la faculté de droit, Université McGill.

** Ce texte a d'abord été présenté dans le cadre des cours de perfectionnement de la Chambre des notaires, le 23 avril 1971. Il a été remanié et mis à jour par l'auteur à la suite des modifications législatives contenues dans les Projets de loi 60 et 63 adoptés en juillet 1971.

3. La notion de valeur mobilière et ses applications	252
3.1. Notion de valeur mobilière	252
— «valeur mobilière»	252
— «commerce de valeurs mobilières»	254
— «première distribution au public»	255
3.2. Notion d'enregistrement	257
3.2.1. Enregistrement des personnes	257
A. Courtiers, vendeurs et conseillers financiers	258
B. Emetteurs de valeurs mobilières	261
— Loi des renseignements sur les compagnies	261
— Loi des valeurs mobilières	263
3.2.2. Enregistrement des valeurs	265
3.3. Exemptions d'enregistrement	273
3.3.1. Exemptions des personnes et des valeurs	274
3.3.2. Exemptions des valeurs	282
3.4. Distribution et vente de valeurs mobilières	283
4. Sanctions en vertu de la Loi des valeurs mobilières;	
la notion d'acte frauduleux	284
4.1. Sanctions	284
4.2. La notion d'acte frauduleux	286

1. *Aperçu général de la réglementation des valeurs mobilières*

La réglementation des valeurs mobilières est un phénomène relativement récent dans le droit de la province de Québec. Cette constatation est également vraie pour ce qui est du droit des autres provinces du Canada. Les problèmes qu'ont récemment soulevé la multiplication des échanges de valeurs, la facilité des communications, l'expansion commerciale et industrielle et la dépersonnalisation de l'entreprise ont cependant accéléré le développement d'une législation et d'organismes de surveillance dans le domaine du droit des compagnies et plus particulièrement dans celui des valeurs mobilières.

La province de Québec n'a pas été sans participer à cette évolution, quoique sous plusieurs aspects il soit possible de dire que sa participation se manifeste à retardement, ou dans l'arrière garde, par rapport à sa voisine ontarienne, par exemple, spécialement en ce qui concerne l'aspect législatif. Notre loi des valeurs mobilières actuelle, qui date de 1955 est déjà dépassée si on la compare à celles de certains Etats américains et de plusieurs provinces canadiennes, et ce, même après les modifications qui viennent d'être adoptées en juillet 1971 dans le Projet de loi 63.

Dans le même ordre d'idée, la dernière série de modifications quelque peu substantielles apportées à la loi des compagnies du Québec remonte à 1964 alors que les lois canadienne et ontarienne ont depuis ce temps été revisées de fond en comble.

De plus, alors que de plus en plus dans les autres provinces du Canada l'on tend à centraliser sous une même loi toutes les dispositions visant à réglementer l'émission et le commerce des valeurs mobilières, nous maintenons encore au Québec un réseau de dispositions qui se trouvent éparpillées dans divers statuts et dans des règlements et qui ne fournissent pas une vision d'ensemble sur la question de la réglementation des valeurs. Pis encore, plusieurs de nos dispositions se trouvent à ne pas recevoir d'application, ce qui encourage dans un laisser aller et une certaine négligence de la part du praticien dans l'observance des règles prescrites. Plusieurs des dispositions contenues dans les lois québécoises relatives aux compagnies et aux valeurs mobilières sont d'une obscurité ou d'une généralité telle qu'elles invitent l'utilisateur à les ignorer. Si l'on ajoute enfin que la Commission des valeurs mobilières du Québec, pour compétente qu'elle soit dans les services qu'elle rend, se trouve limitée quant au nombre de son personnel et ne peut accomplir toutes les tâches qui seraient jugées optimales dans un système parfait, l'on obtient une idée d'ensemble de la réglementation des valeurs

au Québec. Les récents efforts de la commission québécoise pour améliorer son rendement sont cependant à signaler et à reconnaître comme très positifs. Les modifications internes adoptées dans le Bill 63 favoriseront cette tendance.

La réglementation des valeurs mobilières n'est pas chose aussi simple qu'elle pourrait apparaître au premier abord. En premier lieu, elle touche au coeur même de la compagnie par actions, qui, elle, ne vit que par l'émission de valeurs, et elle touche de ce fait au droit des compagnies proprement dit. En second lieu, la réglementation doit couvrir l'ensemble des valeurs, qui d'une part peuvent se rattacher à des compagnies de diverses natures et dimensions, comprenant toute la compagnie familiale et la compagnie privée que la grande industrie corporative dont les valeurs sont cotées en bourse, et de l'autre, peuvent se regrouper sous diverses catégories, allant de la débenture non garantie à l'action ordinaire votante. Troisièmement, les opérations sur valeurs mobilières ne se confinent pas toujours au territoire d'une seule province et il s'ensuit que les formalités requises pour l'émission et le commerce des valeurs doivent être accomplies dans plusieurs provinces (ou Etats) pour que les valeurs puissent être valablement mises en circulation. Etant donné le fait qu'il n'existe pas d'organisme central pour la vérification de toutes ces exigences, les procédures devront donc être répétées auprès de chaque autorité locale sous réserve cependant de la nouvelle procédure nationale adoptée au début de 1971.¹

Les problèmes relatifs à la compétence juridictionnelle en matière de valeurs mobilières au Canada sont relativement simples, si tant est qu'il peut y avoir simplicité en ce domaine. A l'opposé de la division des compétences aux Etats-Unis, où il existe une loi fédérale des valeurs mobilières, mais pas de loi fédérale des corporations, nous avons au Canada une loi fédérale des corporations mais pas de loi fédérale des valeurs mobilières. Les provinces, elles, possèdent des lois tant sur les compagnies que sur les valeurs mobilières.

La question constitutionnelle se résume à l'interprétation de l'article 92(13) de l'Acte de l'Amérique du nord britannique,² dont les mots «propriété et droits civils» ne semblent pas laisser place à une activité législative concurrente de la part du parlement fédéral.

Plusieurs manifestations de l'intérêt du gouvernement d'Ottawa se signalent cependant dans ce domaine. Une équipe de travail a, il y a quelques années, été chargée d'étudier la possibilité de créer une

¹ Voir cependant l'énoncé de politique nationale no 1 en date du 1er mars 1971, *infra* n. 66, 54-838.

² 30-31 Vict., c. 3 (U.K.).

Commission des valeurs mobilières canadienne. Les recommandations de cette équipe (sous la direction de Me Marc Lalonde) ont cependant été tenues secrètes mais il semble bien que ni l'interprétation des statuts et de la constitution ni le climat constitutionnel ne favorisent une telle initiative.

Pour l'instant, la seule manifestation de centralisation se retrouve à l'occasion du projet du ministre des affaires corporatives et de la consommation de créer une corporation sans but lucratif dont le but serait de constituer un registre central des valeurs mobilières au Canada (CANSEC) facilitant ainsi les enregistrements et les transferts de valeurs par le moyen d'ordinateurs, ce qui permettrait de simplifier les opérations, d'éviter la manipulation de documents, d'éviter des coûts et de fournir un véritable fichier des valeurs mobilières.

Il y a bien d'autres manifestations de l'autorité fédérale dans le domaine des valeurs mobilières, mais elles se situent pour la plupart dans le champ normal de son activité. Citons par exemple la loi canadienne relative aux corporations, dont les dispositions, surtout depuis les modifications substantielles de 1970 (Bill C-4) contiennent de nombreuses règles visant les valeurs mobilières émises par les corporations canadiennes, règles qui en Ontario, par exemple, se retrouvent dans la loi des valeurs mobilières elle-même.

Citons encore, et cette fois avec insistance, les dispositions du Code criminel qui par ses règles sur la corruption et le bris de confiance par un officier public (art. 103), sur le faux prétexte (art. 303-305), sur la fausse publicité (art. 306), sur la fraude (art. 323), la fraude postale (art. 324), la fraude sur le marché boursier (art. 325-327) et sur les faux prospectus (art. 343) fournit une structure substantielle aux dispositions provinciales sur la fraude et autres irrégularités en matière de valeurs mobilières. Les règles du Code criminel sont évidemment d'application générale et prépondérante dans tout le Canada.

Mentionnons enfin quelques autres dispositions de compétence fédérale dans le domaine des valeurs mobilières, la plupart se rapportant à des lois spéciales tombant sous la juridiction fédérale: la loi sur les banques,³ la loi des compagnies d'assurances,⁴ la loi des compagnies de prêt,⁵ la loi des compagnies de fiducie⁶ et

³ 1967 S.C. c. 87.

⁴ Canadiennes et britanniques 1952 S.C.R. c. 31 et étrangères 1952 S.C.R. c. 125.

⁵ 1952 S.C.R. c. 170.

⁶ 1952 S.C.R. c. 272.

quelques autres lois comme la loi du ministère des affaires du consommateur et des corporations et loi de l'assurance dépôts.

Ainsi donc, d'une simplicité apparente, la question constitutionnelle canadienne en matière de valeurs mobilières se révèle être fort complexe. Cette complexité est d'ordre éminemment pratique toutefois, et elle résulte principalement du fait que nonobstant la question constitutionnelle, la situation idéale serait celle où un organisme central pourrait assurer l'uniformité des règles régissant le commerce des valeurs mobilières. La preuve du fait qu'il ne s'agit pas que d'une question constitutionnelle se retrouve en droit américain, où, malgré le fait qu'il y ait une loi et une Commission des valeurs mobilières au niveau fédéral, il n'en existe pas moins une multitude de lois et de commissions d'Etats et que l'on a souvent peine à faire toute la lumière sur chacun des problèmes qui se soulèvent.

Depuis la survenance de quelques scandales en matière de commerce de valeurs mobilières, comme par exemple l'affaire *Windfall* et l'affaire *Atlantic Acceptance* ^{6a} jointes à d'autres où il ne s'agissait non seulement de faillite mais de profits frauduleux ou d'opérations conduites par des dirigeants possédant une information privilégiée (*insiders*, ou initiés), les commissions de valeurs mobilières des provinces du Canada, poussées par leur homologue des Etats-Unis, et par les investisseurs locaux se sont préoccupées d'offrir une meilleure surveillance des valeurs et dans certains cas ont déjà procédé à une revision de leurs lois, de leurs règlements et de leur pratique interne.

Les échanges d'information sont de plus en plus fréquents et même constants entre les principales Commissions provinciales. Jusqu'en mars 1971, aucune uniformisation n'existait; tout au plus était-il vrai de dire que dans certains cas, une requête qui avait fait l'objet d'un enregistrement ou d'une acceptation par l'une des principales commissions se trouvait acceptée sans trop de difficultés par une autre; en pratique, il était vrai de dire que lors de procédures d'enregistrement simultané auprès de diverses commissions, il était possible de faire accepter la requête ou tout au moins de repousser des objections en plaçant l'approbation d'un prospectus par une autre commission. L'adoption toute récente d'«Enoncés de politique nationale» ^{6b} et en particulier de l'énoncé no 1 (1er mars

^{6a} *Report of the Royal Commission on Atlantic Acceptance* (Hon. S.H.S. Hughes, Chairman) 4 vol., 1969, Queen's Printer, Ontario. *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, (Kimber, Chairman), 1965.

^{6b} Ces énoncés sont reproduits dans vol. 2 du C.C.H. Securities Law Reporter, paragraphes 54-838 à 54-859.

1971) permet de voir se réaliser une collaboration encore plus intime et peut-être un jour l'uniformisation en ce domaine. Nous y reviendrons plus loin.

Dans la province de Québec, la réglementation des valeurs mobilières se retrouve dans trois principales lois: la Loi des valeurs mobilières,⁷ la Loi des renseignements sur les compagnies⁸ et la Loi des compagnies,⁹ quoiqu'à un moindre degré dans le cas de la dernière. D'autres lois prévoyant la création de compagnies particulières, comme la Loi des compagnies minières¹⁰ et la Loi des compagnies étrangères¹¹ par exemple, traitent incidemment de cette question. Ces diverses lois se complètent de règlements et d'énoncés de politique de la commission des valeurs mobilières (voir *infra*).

Avant que d'aborder l'analyse de certaines dispositions de la Loi des valeurs mobilières, il n'est pas inutile de reposer la question fondamentale de l'existence même de la loi et de la Commission qu'elle crée. L'interprétation de la loi et des pouvoirs discrétionnaires accordés à la Commission dépendra des raisons fondamentales qui ont présidé à son adoption et qui justifient encore son maintien.

Jugée à son mérite, la réglementation des valeurs mobilières est un instrument qui permet d'assurer la protection du public et de prévenir la fraude, ou d'y apporter remède, le cas échéant. Ce but ultime peut donc être invoqué lorsqu'il s'agit d'apprécier les demandes de permis ou d'enregistrement auprès de la commission. Le type de réglementation que nous connaissons aujourd'hui ne remonte pas très loin dans l'histoire du droit commercial, et son apparition coïncide avec la création de la compagnie à fonds social moderne telle que créée en Angleterre au milieu du dix-neuvième siècle.

C'est à cette époque en effet que la loi des compagnies du Royaume-Uni admit la généralisation du privilège de la responsabilité limitée et de certaines autres règles qui permettaient la vulgarisation de la compagnie par actions. La fraude en matière mobilière ne date pas uniquement de cette époque, bien au contraire, et l'histoire nous le prouve. Cependant, alors qu'auparavant le contrat donnant lieu à la reconnaissance du statut corporatif avait

⁷ 1964 S.R.Q. c. 274, modifiée en 1971, Bill 63; ont été modifiés ou ajoutés par cet amendement les articles suivants: 1(9), 1(11), 1(13), 1(14), 2, 4 (abrogé), 5, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 13a, 13b, 13c, 16, 20(e), 20(g), 20(i), 24, 25, 35, 37, 83, 86, 87, 90, 92, 93, 94, 95 et 96.

⁸ 1964 S.R.Q. c. 273, modifiée en 1971, Bill 60.

⁹ 1964 S.R.Q. c. 271.

¹⁰ 1964 S.R.Q. c. 283.

¹¹ 1964 S.R.Q. c. 282.

plus de force et nonobstant quelques cas célèbres qui ont ébranlé la structure corporative pour bien des années, l'un pouvait dire que la compagnie représentait une entité stable et responsable surtout du fait qu'elle ne se détachait pas nécessairement de la personne de ceux qui en étaient actionnaires.

Les réformes anglaises du droit des compagnies de 1844^{11a} ont cependant donné le ton au droit moderne et en particulier à cette vulgarisation de la compagnie à laquelle nous avons fait allusion. Le libéralisme qui a prévalu depuis lors en matière de liberté contractuelle, de responsabilité limitée, de division de classes d'actions, de droit de vote corporatif, de rapports financiers et de contrôle absolu des administrateurs tant sur les affaires de la compagnie que sur l'information qui la concernait a évidemment favorisé la mise au point de certaines pratiques frauduleuses visant tantôt à faire souscrire des investisseurs à des valeurs mobilières dénuées de valeur, tantôt à lui racheter à prix dérisoire des valeurs de grand prix ou à l'entraîner de quelque façon dans un contrat légionnaire.

Les Etats ont tôt fait de répondre à ces abus, par diverses dispositions, toutes plus ou moins efficaces, s'adressant pour la plupart à des problèmes particuliers de la réglementation. Parmi les dates les plus intéressantes de l'histoire de la réglementation des valeurs mobilières, notons: 1890, le *Directors Liability Act (U.K.)*; ¹² 1900 le *Companies Act (U.K.)* ¹³ sur le dévoilement des renseignements par la compagnie et qui se trouve à l'origine de nos prospectus modernes, loi reprise en 1907 ¹⁴ généralisant l'application des dispositions de 1900; 1911, adoption du premier *Blue Sky Law* aux Etats-Unis (dans l'Etat du Kansas); ¹⁵ 1924 et 1928, adoption de lois québécoises sur la vente de valeurs mobilières et sur le courtage de valeurs; ¹⁶ 1928, le *Security Frauds Prevention Act* ¹⁷ d'Ontario, la première véritable loi des valeurs mobilières au Canada; 1933, le *Securities Act*, ¹⁸ première loi fédérale américaine moderne sur les valeurs mobilières et source de l'évolution moderne de la réglementation; 1939, le *Prevention of Frauds (Investments) Act (U.K.)*, ¹⁹ la première

^{11a} *Joint Stock Companies Act*, 1844, 7-8 Victoria c. 110 et 111. Aussi: *Companies Clauses Consolidation Act*, 1845, 8-9 Victoria c. 16.

¹² 1890, 53-54 Victoria c. 64.

¹³ 1900, 63-64 Victoria c. 48.

¹⁴ 1907, 7 Edw. VII, c. 50.

¹⁵ Kansas, 1911, c. 133.

¹⁶ 1924, S.Q. c.64; 1928, S.Q. c. 14 et c. 15.

¹⁷ 1928, S.O. c. 34.

¹⁸ 48 Stat. 74 (1933); 1942 U.S.C. title 15 §§ 77a.

¹⁹ 1939, 2-3 Geo. VI, c. 16.

loi moderne des valeurs mobilières au Royaume-Uni; 1945, le *Ontario Securities Act*,²⁰ première loi canadienne moderne des valeurs mobilières; 1955, la Loi des valeurs mobilières du Québec;²¹ parmi les manifestations toutes récentes, mentionnons la loi ontarienne de 1966²² et la loi canadienne relative aux corporations de 1970.²³

A travers ce dédale de lois sur les valeurs mobilières et la fraude corporative se dégagent deux idées principales qui s'offrent comme moyen de prévenir ou de guérir les abus commis, et ce sont ces deux idées qui reviennent toujours lorsqu'il s'agit d'interpréter la loi et les règlements. On les nomme, dans le jargon courant, (i) l'idée du dévoilement de l'information, généralement accompagnée du qualificatif «total» («*full disclosure*» ou encore «*full, true and plain disclosure*») et (ii) l'idée du contrôle strict du procédé de l'émission des valeurs («*Blue Sky regulation*») visant non seulement à assurer le dévoilement de l'information mais aussi à réglementer l'émetteur et les personnes chargées de la vente et de la distribution dans le public.

La théorie du dévoilement intégral de l'information (*full disclosure*) a principalement été exploitée au Royaume-Uni. Cette procédure vise à requérir de la compagnie une série de renseignements, souvent par voie de prospectus, sur elle-même (capital, états financiers, membres), sur ses affaires, sur sa solvabilité, sur les valeurs qu'elle entend émettre et sur l'emploi des fonds qu'elle retirera à la suite de la vente de valeurs. L'étendue et le nombre de ces renseignements varie d'une juridiction à l'autre, mais ils visent à permettre à l'investisseur éventuel d'obtenir le plus d'information possible sur la compagnie pour lui permettre de prendre une décision éclairée sur la base de tous les faits pertinents; c'est alors l'investisseur lui-même qui prend la décision sur la foi de son propre jugement. Ces règles de *disclosure* s'étendent aux renseignements que doivent fournir les administrateurs quant à leurs contrats, leurs actions dans la compagnie et à l'information qu'ils pourraient recueillir.

Les règles du contrôle strict (*Blue Sky regulation*) ont été particulièrement mises au point dans les divers membres des Etats-Unis, au niveau étatique. Leur but principal est de requérir l'enregistrement tant des valeurs mobilières que des agents émetteurs et distributeurs d'icelles. Dans le cas des vendeurs, par exemple, une requête

²⁰ 1945, S.O. c. 22.

²¹ 1954, S.Q. c. 11.

²² 1966, S.O. c. 142.

²³ 1969-70, S.C. c. 70.

doit être soumise à la commission responsable, accompagnée de documents relatifs à la réputation et la solvabilité du requérant, et sujette à une enquête minutieuse par la commission. Ce n'est que si cette dernière est satisfaite de ce que les valeurs offertes sont saines et raisonnables et que l'émetteur est en bonne position sur le marché qu'elle accordera un permis. Ce mécanisme suppose une analyse de la charte corporative des personnes impliquées, de leurs règlements, des autres valeurs qu'elles ont déjà offertes, de leurs affaires généralement et même de leurs intentions, telles qu'elles se dégagent du contexte. La commission se réserve des pouvoirs discrétionnaires de retirer les permis ou d'annuler les enregistrements pour «cause suffisante» lorsqu'elle n'est pas convaincue que les investisseurs pourront bénéficier de placements normalement rentables ou d'un comportement honnête et raisonnable de la part des détenteurs de permis.

Cette attitude un peu paternaliste n'assure pas l'investisseur de la qualité de son placement, mais lui permet au moins de se fier à plus qu'à son propre jugement, utilisant l'expérience et le jugement de la commission comme fonds de scène appréciable.

La différence entre le *full disclosure requirement* et le *blue sky regulation* peut être illustrée par l'exemple suivant: une émission de valeurs, accompagnée d'un prospectus en règle, est offerte en vente aux conditions suivantes: «prix de vente — \$4; aucun dividende ne sera payé avant l'expiration d'au moins trente ans; après la vente, il est à prévoir que la valeur aux livres de l'action n'excèdera pas la somme de \$0.25». Cette description est conforme aux règles généralement admises du *full disclosure*, en ce qu'elle fournit tous les renseignements pertinents à l'acheteur; elle serait probablement rejetée sous un régime de *Blue Sky* parce qu'elle ne reflète pas ce que l'on pourrait appeler un placement régulier et normalement rentable.

La législation relative aux valeurs mobilières au Québec est principalement du type *full disclosure*, quoiqu'en ce qui concerne l'enregistrement des personnes (courtiers et vendeurs) elle s'accompagne de règles du type *Blue Sky*. De l'avis même du président de la Commission des valeurs mobilières du Québec, la politique actuelle de la Commission est d'administrer le commerce des valeurs en puisant aux deux systèmes (*full regulation* et *blue sky*), c'est-à-dire en exigeant le dévoilement du plus grand nombre de renseignements possibles et en s'efforçant d'en vérifier la véracité sans cependant user de toute la discrétion et sans porter tous les jugements de valeurs que suppose la réglementation du type *Blue Sky*.

2. La commission des valeurs mobilières

La commission des valeurs mobilières du Québec est créée par la Loi des valeurs mobilières ²⁴ (1964 S.R.Q. c. 274, art. 2) et se compose de trois membres dont un est président. La loi la définit comme un organisme de contrôle et de surveillance du commerce des valeurs mobilières; l'article 4 de la loi faisait référence à la Loi des tribunaux judiciaires ²⁵ et a été abrogé par le Bill 63 en 1971. Les Commissaires sont maintenant nommés pour une période de dix ans et sont régis par le régime de retraite des fonctionnaires; les membres actuels conservant leurs statuts en vertu de la Loi des tribunaux judiciaires. Le personnel de la commission se complète d'un directeur général responsable principalement de l'enregistrement des courtiers et vendeurs: cette fonction est nouvelle et a été créée dans le Bill 63; au service de la Commission, on compte environ trente-six employés dont deux sont conseillers juridiques; on y retrouve un département de courtage et de vente, un service d'analyse de valeurs (e.g. fonds mutuels, valeurs minières et industrielles) et un service d'enquête. Ce personnel relève de la Loi du service civil et l'on peut dire facilement que son nombre n'est pas suffisant (la commission ontarienne compte au moins trois fois plus d'employés).

Il est interdit à toutes ces personnes de détenir un intérêt direct ou indirect dans une entreprise mettant en conflit son intérêt personnel et celui de la commission. Si la chose se produisait par succession ou donation, le bénéficiaire doit s'en départir ou y renoncer avec diligence.²⁶

La commission jouit de certains avantages judiciaires réservés à de tels organismes quasi-judiciaires: (i) elle échappe au droit de surveillance et de réforme de la Cour supérieure prévu à l'article 33 du Code de procédure civile: ²⁷ (ii) elle n'est pas sujette aux dispositions des articles 834 à 850 du Code de procédure civile, c'est à dire aux brefs de prérogative que pourraient invoquer les citoyens: *quo warranto*, *mandamus*, *certiorari*, bref de prohibition et injonction, lorsque les membres de la Commission agissent en leur qualité officielle; ²⁸ toute injonction, bref ou ordonnance émis en violation de l'art. 13a) peut, en vertu de l'art. 13b), être annulé sur requête

²⁴ *Supra*, n. 7, art. 2.

²⁵ 1964, S.R.Q. c. 20; *supra*, n. 7, art. 4.

²⁶ *Supra*, n. 7, art. 11; l'art. 11 a été modifié par le Bill 63, en 1971.

²⁷ Art. 50 de l'ancien c.p.c.; Voir aussi 1964 S.R.Q. c. 274, art. 13a, modifié par le Bill 63, en 1971.

²⁸ *Supra*, n. 7, art. 13a, modifié par le Bill 63, en 1971.

par deux juges de la Cour d'appel; (iii) les décisions de la commission qui étaient jusqu'à maintenant exemptes d'appel sont désormais susceptibles d'un appel à la suite des modifications de 1971. La personne qui veut s'opposer aux décisions de la commission peut, si elle n'a pas été entendue lors de l'étude de sa demande, requérir d'être entendue selon la procédure établie par la commission. Transcription des témoignages sera prise et la décision sera susceptible d'appel devant trois juges de la Cour provinciale. L'appel est régi d'une façon générale par les dispositions contenues aux articles 491 et suivants du Code de procédure civile. La décision de la commission est cependant exécutoire et a plein effet durant l'appel. L'article 13 édicte que la décision sur l'appel est finale et sans appel.²⁹

La question du contrôle judiciaire sur les commissions et autres organismes administratifs n'est plus aussi simple qu'elle pouvait le paraître il y a quelques années. Il y a quelque trente ans, l'on admettait assez facilement au Québec l'absence de juridiction de la Cour supérieure pour surveiller ou réformer ces commissions lorsque l'interdiction de ce faire était édictée dans les statuts;³⁰ les récents jugements de nos tribunaux en ce domaine montrent cependant une réticence véritable à accepter ces principes comme absolus. Bien qu'aucune décision ne se rapporte à la Commission des valeurs mobilières, plusieurs jugements visant la commission des relations ouvrières ont établi, dans le cas de dispositions analogues à celles de l'article 13(a) de la Loi des valeurs mobilières, que les commissions seront sujettes à la surveillance des tribunaux si elles outrepassent leurs pouvoirs. Il semble être entendu maintenant que les tribunaux n'admettent plus que la législature tente de protéger les commissions en les mettant à l'abri du contrôle judiciaire, bien que les arrêts disponibles en cette matière soient plutôt prudents dans leur usage des termes.³¹ La modification de l'article 13a) dans le Bill 63 a cependant maintenu la règle statutaire traditionnelle.

Le droit d'appel est nouveau dans la loi québécoise; le législateur a suivi la loi ontarienne en ce domaine. Par ailleurs, la procédure disponible avant d'en arriver à une décision finale permet souvent, du moins dans le cas d'enregistrement, d'établir les modalités de

²⁹ *Ibid.*, art. 13, modifié par le Bill 63, en 1971.

³⁰ E.g. l'article 13(a) de la *Loi des valeurs mobilières*, *supra*, n. 7.

³¹ Voir: LeDain, G., "*The Supervisory Jurisdiction in Quebec*" (1957), 35 *Can. Bar Rev.* 788. *John Murdock Ltée v. C.R.O.*, [1956] C.S. 30; *Miron et Frères v. C.R.O.*, [1956] C.S. 389; *E.B. Eddy Co. v. C.R.O.*, [1958] B.R. 542.

la décision et de modifier au besoin le contenu des requêtes ou autres documents pour en arriver à un résultat qui soit satisfaisant et qui ne frustre pas la partie vu l'absence d'appel. Le processus de discussion est largement ouvert aux parties, de même que les consultations avec la commission (voir *infra*, sur les auditions par la commission). En Ontario, où le droit d'appel est disponible, il n'est que rarement utilisé, ce qui pourrait suggérer que le droit ne fait pas l'usage. L'on donne comme explication à ce fait que le droit d'appel même fournit à la commission ontarienne un critère additionnel pour rendre des décisions plus détaillées et moins arbitraires. De plus, la pratique ontarienne est à l'effet de permettre au président de rendre une décision préliminaire qui pourra être révisée par la Commission.

Les pouvoirs de la commission, définis à l'article 2 de la loi des valeurs mobilières,^{31a} (organisme de surveillance et de contrôle du commerce des valeurs mobilières) se précisent dans les diverses parties de cette loi: ils touchent (i) la notion de commerce des valeurs mobilières et la procédure d'enregistrement tant des personnes que des valeurs;³² (ii) les actes frauduleux et les enquêtes par la commission;³³ (iii) le courtage en valeurs mobilières;³⁴ la vérification de renseignements concernant les courtiers membres d'une bourse;³⁵ ainsi que diverses autres matières.³⁶ Ces pouvoirs sont complétés par les règlements adoptés par arrêté en conseil pour la mise en application de la loi (*infra*).

La commission relève ultimement du ministre des institutions financières, compagnies et co-opératives, et travaille aussi en conjonction avec le ministère de la justice pour ce qui est des enquêtes et de l'application de la loi. Il est à noter que la commission n'entreprend pas elle-même de poursuites judiciaires. Les pouvoirs sont limités à l'application des sanctions prévues dans la loi.

La commission se manifeste par trois principaux types de documents. En premier lieu, il y a les règlements faits sous l'empire de la loi des valeurs mobilières³⁷ et qui visent principalement l'enregistrement des personnes et des valeurs et le contenu des

^{31a} *Supra*, n. 7.

³² *Ibid.*, art. 14-34.

³³ *Ibid.*, art. 35-46.

³⁴ *Ibid.*, art. 47-63.

³⁵ *Ibid.*, art. 64-82.

³⁶ *Ibid.*, art. 83-94.

³⁷ Adoptés par arrêté en conseil no 222, *Gazette Officielle de Québec*, vol. 88, p. 1119 et no 731, *Gazette Officielle de Québec*, vol. 103, p. 2665.

divers prospectus requis par la loi: ³⁸ nous y reviendrons donc sous le titre de l'enregistrement des personnes et des valeurs. Deuxièmement, il y a les normes et directives de la Commission relatives à certaines questions, comme celles qui se rapportent à l'émission d'actions par les compagnies minières, pétrolières ou de gaz ^{38a} et celles visant le contenu des états financiers qui doivent nécessairement accompagner un prospectus; ^{38b} nous pourrions également y revenir à l'occasion.

On trouve enfin les énoncés de la politique de la commission, dont le premier date de juin 1969 et qui continuent à être émis de temps à autre par la commission. Ces énoncés de politique, que la commission ontarienne avait depuis plusieurs années pris l'habitude d'émettre, permettent d'obtenir une vision plus concrète des directives et de la politique générale de la commission. Ils traitent de sujets variés se rapportant tantôt aux fonds mutuels, tantôt aux états financiers, et tantôt aux cotes d'actions en bourse, par exemple. Quelques uns d'entre eux retiennent ici notre attention.

L'énoncé de politique no 2 en date du 3 août 1969, ^{38c} traite des comparutions devant la commission. A compter du 2 septembre 1969, la commission entend les parties qui veulent faire valoir leur point de vue avant que la commission ne rende sa décision; ou encore après cette décision, lorsque les parties n'étaient pas présentes au moment où elle a été rendue. La commission, dans cet énoncé de politique, se déclare même prête à entendre des parties qui lui suggéreraient une décision contraire à la politique établie pourvu que ce soit pour des motifs sérieux et exprimés en termes clairs. Cette procédure vise à réduire l'arbitraire et à amenuiser l'absence d'appel des décisions.

En février 1971, les commissions de plusieurs provinces (Alberta, Colombie britannique, Manitoba, Nouveau Brunswick, Ontario, Ile du Prince Edouard, Québec et Saskatchewan) se sont entendues, à la suite de discussions et de recommandations couronnées par une réunion des organismes chargés de réglementer le commerce des valeurs mobilières dans ces provinces, sur un certain nombre de principes qu'elles acceptaient pour présider à l'administration de leur mandats respectifs. Ces principes, maintenant applicables

³⁸ *Supra*, n. 7, art. 53.

^{38a} Normes et directives de la Commission, émises pour la première fois en juin 1956.

^{38b} Ce prospectus est requis en vertu de la loi; ces normes et directives ont été émises pour la première fois en mai 1961, et modifiées par l'énoncé de politique no 7 (Québec), *infra*, n. 39a 66-020, du 26 septembre 1969.

^{38c} *Infra*, n. 39a, 66-013.

dans toutes ces provinces, sont contenus dans une série de documents connus sous le nom d' « Énoncés de politique nationale », et sont publiés dans chacune des provinces concernées. Il y en a actuellement vingt-deux (22), en date du 5 avril 1971. La plupart traitent de sujets assez spécialisés, mais l'Énoncé de politique nationale no 1, en vigueur à compter du 1er mars 1971 et intitulé « Permis pour émissions nationales » présente un intérêt tout particulier.³⁹

La procédure mise de l'avant dans cet énoncé no 1 permettra d'accélérer la procédure d'enregistrement et d'éviter les redondances administratives, lors qu'une émission de valeurs doit être enregistrée ou distribuée au delà des frontières provinciales. Les points saillants de cet Énoncé no 1 peuvent être regroupés comme suit:

- (i) le prospectus préliminaire doit être soumis simultanément à toutes les commissions (ou autre département mandaté à cet effet) provinciales, et le requérant choisira la « principale province » où il entend poursuivre les procédures; cette dernière se réserve le droit d'accepter cette désignation;
- (ii) la commission ainsi désignée sera responsable de l'enregistrement vis à vis des autres commissions, fera l'analyse de la requête et soumettra ses commentaires quant aux insuffisances aux autres commissions ainsi qu'au requérant; les autres commissions retourneront aussitôt leurs commentaires à la commission principale;
- (iii) la commission désignée verra alors à régler les difficultés particulières tant avec le requérant qu'avec les autres commissions;

TABLEAU A

ÉNONCÉS DE POLITIQUE NATIONALE

Adoptés par les provinces d'Alberta, Colombie britannique, Île du Prince Édouard, Manitoba, Nouveau-Brunswick, Ontario, Québec et Saskatchewan.

Numéro

1. Permis pour émissions nationales
2. Directives à l'usage des ingénieurs miniers, géologues et prospecteurs concernant la présentation de rapports à la commission

³⁹ Le tableau A contient une liste des énoncés de politique nationale; énoncé no 1, *infra*, n. 66, 54-838.

3. Inhabilité des vérificateurs
4. Conditions relatives aux sous-contrats de souscription à forfait
5. La comptabilisation des profits dans les transactions immobilières
6. Fonds mutuels: Frais d'acquisition
7. Fonds mutuels: Honoraires de gestion
8. Fonds mutuels: Calcul de la valeur d'actif net par action (V.A.N.P.A.)
9. Fonds mutuels: Evaluation postérieure des ventes et des rachats
10. Les fonds mutuels: Rachat de valeurs
11. Les fonds mutuels: Changement de gérance — changements dans les politiques de placement
12. La divulgation des clauses échappatoires aux contrats de souscription à forfait dans les prospectus
13. Clause de déni de responsabilité
14. Admissibilité restreinte de monnaies étrangères dans les documents soumis aux administrateurs provinciaux de valeurs mobilières
15. Conditions préalables à l'acceptation du prospectus des fondations de bourses universitaires
16. Tenue des registres des transactions dans chaque province
17. Infractions à la Loi des valeurs mobilières des autres juridictions — conduite influant sur l'aptitude à conserver l'enregistrement
18. Conflit d'intérêts — détenteurs d'enregistrement agissant à titre d'administrateurs de compagnie
19. Distributeurs de fonds mutuels: Ségrégation des fonds et des valeurs
20. Commerce de valeurs mobilières non qualifiées — valeurs mobilières en distribution initiale en d'autres juridictions
21. Publicité à l'échelle nationale
22. Usage d'informations et d'opinions relatives aux propriétés minières et pétrolifères par les détenteurs d'enregistrement et autres personnes
- (iv) la commission désignée, sur réception des prospectus final, déclarera aux autres commissions son intention de l'accepter et les autres commissions l'aviseront de leur acceptation parallèle, sujet à la soumission du dossier complet.
- (v) les commissions déclarent que cette procédure en est une d'essai et que les provinces n'entendent aucunement renoncer

à leur juridiction et à leur discrétion quant à leur acceptation de prospectus.

Cette entente pourrait donc servir de base à une éventuelle simplification des procédures au niveau national, ou à la possibilité de s'en tenir à un seul enregistrement valable pour toutes, ou encore à la création d'une agence super provinciale pour l'enregistrement des valeurs mobilières, mais tout ceci n'est que spéculation avant que cette nouvelle politique n'ait subi un sérieux essai. La Commission québécoise rapporte qu'entre le 1er mars et le 1er avril 1971, soit pendant le premier mois de la mise en vigueur de l'Énoncé de politique nationale no 1, quatorze émetteurs de valeurs ou souscripteurs se sont prévalu de la procédure «nationale»; elle «note avec satisfaction que cette nouvelle méthode semble fonctionner très bien», du moins sur la base de cette expérience limitée.

La commission souligne en outre sa satisfaction d'avoir participé à cette effort de coopération nationale tout en rappelant, ce qui apparaissait déjà à l'Énoncé (national) no 1 que cette réforme s'est opérée «sans aucun abandon ou transfert de juridiction ou d'autorité conférée à chaque commission par sa loi constitutive». Il n'est pas surprenant de voir les provinces réagir (enfin) après les récentes études faites au niveau fédéral, et l'observateur ne peut que se réjouir de ce que les commissions se mettent en frais d'offrir une simplification et une accélération de la procédure d'enregistrement. On notera enfin que cette nouvelle méthode ne crée pas un nouveau palier d'administration pour l'enregistrement des valeurs.

L'énoncé de la politique de la commission des valeurs mobilières du Québec^{39a} concerne l'inscription à la cote sur la Bourse de Montréal et sur la Bourse canadienne. La nouvelle politique de la commission vise, en substance, à encourager l'inscription de compagnies et de valeurs aux Bourses reconnues par la commission, soit les Bourses de Montréal et la Bourse canadienne.

Partant du principe que sa fonction est de surveiller et de contrôler le commerce des valeurs mobilières au Québec, la commission en déduit que cette tâche sera mieux accomplie si les actions des compagnies qui s'enregistrent auprès de la commission sont cotées sur des Bourses reconnues par elle, vu que les Bourses sont elles-mêmes sous la surveillance de la commission. Du même coup, cette exigence fournit à la commission un moyen d'exercer une surveillance plus étroite sur le marché secondaire des valeurs

^{39a} Tous ces énoncés sont reproduits dans C.C.H. Securities Law Reporter, vol. 2, paragraphes 66-012 à 66-025. Les titres de ces énoncés sont reproduit dans *Tableau B de cet article*.

(i.e. marché des valeurs pour opérations postérieures à la première émission et vente), sur lequel son rôle n'est pas aussi total que sur le marché primaire mais sur lequel elle a juridiction pour toutes les matières de fraude, par exemple.

L'énoncé de politique no 3 énonce donc que lorsqu'une compagnie demande son enregistrement dans le Québec et qu'elle est susceptible d'être acceptée pour inscription à la cote par l'une ou l'autre des Bourses reconnues au Québec, la commission n'accordera pas d'enregistrement à moins que la compagnie prenne les mesures nécessaires pour se faire coter.

La commission entend ainsi exercer une pression sur les compagnies requérantes dans un double but. Le premier but est évidemment d'encourager les Bourses locales qui jusqu'en 1969 étaient en perte de vitesse et qui depuis 1970 ont montré un regain d'ardeur et d'activité; l'action de la commission québécoise n'a pas été sans effet sur ce progrès marqué; les compagnies ne peuvent plus maintenant ignorer complètement les Bourses locales si elles veulent se prévaloir du marché local pour la vente de leurs valeurs.

Le second but est de resserrer les exigences pour l'enregistrement des valeurs mobilières. En sus des normes prescrites par la commission pour l'enregistrement, les requérants devront se soumettre en outre aux normes imposées par les Bourses, ce qui ne pourra qu'assainir le marché et disqualifier les candidats les moins vigoureux. Du dire même de la Commission, les exigences relatives au nombre minimum d'actionnaires ou au montant minimum du fonds de roulement peuvent bien constituer des conditions dirigeantes pour certaines requêtes.^{39b}

La commission, reconnaissant le fait qu'elle ne peut forcer les Bourses à accepter les actions d'aucune compagnie pour inscription à la cote, s'attend cependant à ce que les compagnies qui veulent s'inscrire à une bourse le fassent à l'une des Bourses reconnues, avec diligence, et s'efforcent de rencontrer les exigences raisonnables que la Bourse concernée pourra poser. Les compagnies qui désirent être cotées en Bourse sans être cotées à l'une des Bourses reconnues supporteront le fardeau de prouver à la commission, par des motifs raisonnables, que cette directive ne s'applique pas à elles.

L'amendement de 1971 à la Loi des valeurs mobilières élargit le pouvoir de réglementation sur les Bourses: on a établi le principe que toute bourse de valeurs opérant au Québec doit être recon-

^{39b} Voir l'énoncé de politique no 3 par. 2 (66-014) et aussi l'énoncé de politique no 4 (66-015), *supra*, n. 39a.

nue par la Commission des valeurs mobilières. L'article 92(2) prévoit les modalités de cette reconnaissance et permet à la Commission d'émettre des normes et directives concernant l'opération des Bourses.

Le tableau B énumère les autres énoncés de politique de la commission des valeurs mobilières du Québec, dont les termes visent des sujets plus particuliers et qui seront repris en partie plus loin. Il est à noter que la commission a pris l'habitude de solliciter les commentaires et suggestions à la suite de la publication de ses énoncés de politique et que dans plusieurs cas, des versions révisées ont été publiées en conséquence des observations reçues. Les exposés de la commission québécoise demeurent en vigueur parallèlement aux Énoncés de politique nationale.

TABLEAU B

ÉNONCÉ DE LA POLITIQUE DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC

Numéro

1. Concernant l'exemption d'enregistrement de certaines valeurs mobilières cotées en bourse.
2. Concernant les comparutions devant la commission.
3. Concernant l'inscription à la cote sur la Bourse de Montréal et sur la Bourse canadienne.
4. Concernant les offres d'achat ou de vente originant dans la province de Québec.
5. Concernant les actions non cotées en bourse.
6. Concernant la distribution initiale de valeurs mobilières dans le public.
7. Concernant les états financiers (modifiant les normes et directives de mai 1961 (Ch. IV, art. 2)).
8. Concernant les compagnies minières, pétrolières et de gaz naturel (souscriptions d'actions du trésor — options — libération d'actions sous écrou).
9. Conditions d'enregistrement comme vendeur de fonds mutuels d'une personne détenant déjà un permis d'agent d'assurance-vie.
10. Concernant l'entente entre un distributeur de fonds mutuels et une compagnie d'assurance-vie.
11. Concernant les plans de bourses universitaires.
12. Concernant l'octroi et le maintien de l'enregistrement des vendeurs de valeurs mobilières.

13. Concernant les fonds mutuels (changements de gérance et de politiques d'investissements). (N.B. l'énoncé no 13, en date du 30 octobre 1970, correspond à un énoncé semblable en Ontario et dans au moins quatre autres provinces: Manitoba, Saskatchewan, Alberta et Colombie britannique).
14. Concernant les énoncés de politique nationale et provinciale (voir le Tableau A sur les énoncés nationaux).

3. *La notion de valeur mobilière et ses applications*

3.1. *Notion de valeur mobilière.*

La loi des valeurs mobilières prohibe à quiconque de «faire le commerce de valeurs mobilières à moins d'être enregistré comme courtier, émetteurs... ou vendeur pour un courtier ou un émetteur de valeurs mobilières enregistrés comme tels;».⁴⁰ Par ailleurs, lorsqu'il s'agit d'une première distribution de valeurs dans le public par une personne ou une compagnie, le commerce de telles valeurs est interdit à moins que ces valeurs n'aient fait l'objet d'un prospectus et d'un enregistrement ou n'aient été exemptées.

Il est donc nécessaire, avant que de se préoccuper des procédures d'enregistrement proprement dites, de s'attarder au sens technique des mots visés, et en particulier des expressions «valeurs mobilières», «commerce de valeurs mobilières» et «première distribution au public».

«*Valeur mobilière*». L'article 1 parag. 11 de la Loi des valeurs mobilières du Québec contient une définition de ce qu'est une valeur mobilière, définition sous forme d'énumération. Si l'on se fie aux termes de cet article, il faut en déduire que la définition est exhaustive, quoiqu'une telle définition, à cause de son énumération précise, peut donner lieu à des difficultés d'interprétation selon les règles du droit statutaire. (i) Fondamentalement, tout document reconnu d'ordinaire dans le commerce comme étant une valeur mobilière en est une aux fins de la Loi;⁴¹ (ii) il en va de même des documents déclarés valeurs mobilières par les règlements;⁴² (iii) sont également des valeurs mobilières les documents (certificats ou titres) faisant preuve de droits dans (a) des compagnies (capital, actif, gains ou profits) présentes ou projetées, (b) des souscriptions d'actions dans une compagnie projetée, (c) des successions, fiducies, placements de fonds, valeurs bancaires ou fidu-

⁴⁰ *Supra*, n. 7, art. 16(a).

⁴¹ *Ibid.*, art. 1(11)(b).

⁴² *Ibid.*, voir aussi l'art. 83(a), ajouté en 1971.

ciales, (d) des conventions de partage de profits, (e) un contrat de concession en vertu duquel le concessionnaire obtient certains droits particuliers quant à l'exploitation d'une entreprise, (f) des intérêts dans un claim ou bail d'huile, de gaz ou de mine ou à des redevances provenant de ces biens;⁴³ et (iv) sont enfin des valeurs mobilières les documents constituant la preuve de droits dans une option consentie dans une valeur mobilière.

Cette définition s'étend tout naturellement à toute forme d'actions, débentures, débentures-actions, obligations ou billets à ordre ou autrement. L'on notera que l'article 1(11)(a) limite la définition de participation dans une compagnie aux «capital, actif, gains et profits» alors que certaines autres lois y incluent encore les «biens» et «royautés», par exemple. Ceci illustre le danger d'une énumération et il serait douteux que la définition québécoise ne soit pas aussi exhaustive que les autres.

L'énoncé de politique no 11 (révisé au 11 novembre 1970) de la commission sur les «plans de bourses universitaires» fournit une autre illustration de la compréhension de la définition de l'article 1(11). Ces programmes constituent des valeurs mobilières au sens de la loi et doivent donc se soumettre aux formalités prescrites. L'on pourra encore vérifier l'étendue de la définition à la lecture de l'arrêté en conseil no 731 (24 février 1971) qui réglemente l'enregistrement des personnes et valeurs (et l'exemption de cet enregistrement dans le cas des caisses d'épargne et de crédit et des coopératives).⁴⁴

L'auteur voudra se reporter au surplus quant à la définition de valeur mobilière à l'analyse de Williamson qui la reprend, titre par titre avec détails et références jurisprudentielles et administratives à l'appui.⁴⁵

Il est évident que tout document émis par une compagnie donnant un droit ou intérêt dans son actif, son capital, ses gains ou profits est une valeur mobilière, que ce document ait un caractère de permanence ou non. Ceci s'étend donc au simple billet.⁴⁶ Il faudra se reporter aux articles subséquents pour vérifier s'il y a lieu de bénéficier d'une quelconque exemption permise en vertu de la loi par rapport à ces documents.⁴⁷

⁴³ *Ibid.*, art. 1(11)(a).

⁴⁴ Voir *infra*, exemptions, paragraphe q.

⁴⁵ Williamson, J.P., *Securities Regulations in Canada*, 1960, University of Toronto Press, pp. 105-116, révisé par Williamson, J.P., *Supplement to Securities Regulations in Canada*, 1966, Ontario Queen's Printer, pp. 102-115.

⁴⁶ *Supra*, n.7, art. 1(11)(a).

⁴⁷ *Ibid.*, art. 21.

«Commerce de valeurs mobilières». L'article 14 de la loi québécoise définit ce qu'est le commerce des valeurs mobilières. Le mot «commerce» a fait l'objet d'une jurisprudence nombreuse dans le droit québécois pour d'autres fins que celles des valeurs mobilières et il est acquis que l'acceptation de ce terme est très vaste chez nous. Le «commerce» est donc normalement une question de faits, comme c'est le cas sous de nombreux articles du Code civil. Appliqué au droit des valeurs mobilières, le mot commerce prendra le sens indiqué à l'article 14, mais n'en restera pas moins général. C'est d'ailleurs le cas du mot «trading» que l'on retrouve dans la version anglaise de l'article 14 et dans les lois des autres provinces. L'on constatera par exemple qu'il s'agit plus que d'une simple vente mais d'un mécanisme qui vise à (a) l'aliénation ou disposition de valeurs mobilières, d'intérêts dans des valeurs, d'options sur valeurs, de sollicitation pour obtenir une souscription ou l'obtention d'une souscription et à la tentative de faire ces actes, (b) à la souscription éventuelle à forfait (*underwriting*) d'une émission totale ou partielle de valeurs.⁴⁸ Le commerce des valeurs mobilières comprend également toute forme d'action, transaction, annonce, conduite ou négociation (autre qu'une négociation préliminaire) ayant pour *objet* ou pour *effet* de réaliser l'une des opérations prévues à l'article 14(a) et (b), ou définies par les règlements comme constituant un commerce de valeurs mobilières.⁴⁹ Le singulier employé à l'article 14(c) et le sens général de la notion de «commerce» n'excluent donc pas le cas où une seule action ou transaction serait conclue. (voir *infra* l'art. 20 et l'exemption concernant les transactions isolées).

A comparer l'article 14 de la loi québécoise avec les dispositions des lois des autres provinces, l'on constate la concision de l'article 14 qui évite la longue énumération des cas possibles. Il semble bien que le sens jurisprudentiel du mot commerce nous soit ici d'un précieux recours.

L'on fera aussi référence à l'article 2(1)(d) de la Loi des renseignements sur les compagnies qui prévoit le dépôt d'un prospectus par une compagnie «Avant la vente dans la province d'une émission de valeurs mobilières... autre que celle au sujet de laquelle un prospectus a déjà été produit».⁵⁰ Cette disposition vise par exemple les compagnies sans but lucratif et toutes autres qui ne seraient pas requises de s'enregistrer sous la loi des valeurs mobilières et

⁴⁸ *Ibid.*, art. 14(a) et (b).

⁴⁹ *Ibid.*, art. 14(c).

⁵⁰ *Supra*, n. 8.

les opérations qui ne constitueraient pas un «commerce» de valeurs mobilières au sens de l'article 14.

La notion de «commerce» des valeurs mobilières se complètera encore par celle contenue dans l'article 50 de la loi québécoise qui vise la «première vente, offre de vente ou distribution dans le public» de valeurs mobilières. Aux fins de l'interprétation, il peut sembler curieux que l'on ait évité l'emploi du mot vente à l'article 14 pour s'en tenir à des termes très généraux alors que sous l'article 50, le mot vente est utilisé en premier lieu. La présence du mot «distribution» généralise cependant la définition et le sens du «commerce» de valeurs nous apparaît bien demeures aussi général qu'au premier abord.

La question s'est posée de définir le situs du commerce de valeurs mobilières par une personne. En pratique, l'on se demande si une personne qui a une place d'affaires dans une province, mais dont les clients se trouvent en dehors de cette province et dont l'activité boursière s'accomplit hors de la province demeure assujettie au contrôle et à la surveillance de la commission des valeurs mobilières de cette province. La cour supérieure du Québec a déclaré que oui. Cette décision a été maintenue en Cour suprême. Peu importe où se trouvent les clients, si une personne fait affaires en un lieu, elle doit se soumettre à la réglementation locale y compris l'enregistrement et les enquêtes par la commission.⁵¹

D'une façon générale, bien que la question ne se soit pas posée spécifiquement, le commerce des valeurs mobilières devrait suivre les mêmes règles que celles qui régissent le contrat d'assurance, du moins en ce qui a trait à l'aspect constitutionnel. L'article 92, paragraphe 13, de l'Acte de l'Amérique du Nord britannique régit ce contrat, et il importe peu qu'il s'agisse d'un contrat ou d'un commerce interprovincial ou non. Les règles du droit provincial s'appliquent.⁵²

«*Première distribution au public*». Cette notion prend une importance capitale dans l'étude du droit des valeurs mobilières. En effet, l'expression utilisée dans l'article 50 de la loi québécoise (et reproduite avec quelques variantes dans les lois des autres provinces) est suffisamment générale pour s'apparenter à la notion de commerce. Il faut s'attarder aux mots (i) «première», (ii) «distribution», et (iii) «public».

⁵¹ *Gregory & Co. Inc. v. Commission des valeurs mobilières du Québec*, [1958] C.S. 10; [1961] S.C.R. 584.

⁵² Quant aux problèmes de droit international privé, l'auteur voudra bien consulter le ch. VIII de l'ouvrage de Williamson, *supra*, n. 45, pp. 202 et seq.

(i) A la différence de la notion de «commerce de valeurs mobilières» contenue dans l'article 14⁵³ et qui vise les personnes, la notion de «première distribution dans le public» vise les valeurs elles-mêmes. Il s'agit donc d'un critère objectif. Ainsi, le mot «*première*» ne vise pas seulement la compagnie qui émet pour la première fois une série de valeurs mobilières; bien plus, si une première émission est offerte au public, et donc l'article 50 reçoit application.

(ii) L'article 50 utilise les mots «*vente, offre de vente ou distribution*»: nous avons déjà souligné la différence de vocabulaire entre l'article 50 et l'article 14 (et entre l'article 50 et certaines autres lois provinciales). Le terme «distribution» étant plus général que «vente» ou «offre de vente», il ne semble pas y avoir lieu de s'inquiéter outre mesure des problèmes d'interprétation. La version anglaise de l'article 50 contient d'ailleurs le mot «trading» qui est celui employé dans les autres provinces et qui est à première vue plus général que «vente» ou «offre de vente», mais pas nécessairement plus vaste que «distribution». Tout ceci pour dire que l'article 50 s'applique à tout mécanisme visant à faire mettre une émission de valeurs en circulation dans le public.

(iii) Reste alors le mot «*public*». Jusqu'en 1971, le droit québécois des compagnies ne connaissait pas la notion de «compagnie privée»; cette notion, introduite à l'art. 1(13) de la loi de 1971, cristallise la pratique du ministère de reconnaître comme «compagnie privée» celle dont la charte prévoit des restrictions quant au transfert des actions. La définition est nouvelle dans la Loi des valeurs mobilières et s'accompagne d'une exemption d'enregistrement en faveur des compagnies privées, tel que prévu à l'art. 20(i). L'on peut prévoir que cette innovation servira aussi à modifier l'interprétation du mot «public».

Par contre, la notion de distribution restrictive à un marché privé, qui ne touche pas le grand public, telle qu'admise dans certaines juridictions (e.g. aux Etats-Unis) ne reçoit pas application chez nous. Il en résulte que le sens du mot «public» est très vaste au Québec et comprend non seulement le grand public, mais aussi toute personne qui n'est pas déjà rattachée intimement à la compagnie qui a émis ces valeurs à titre d'administrateur, d'officier ou d'employé. La règle de base qui sert à l'interprétation de l'article 50 est que toute personne qui n'est pas un actionnaire originaire de la compagnie fait partie du public, y compris les parents de celui qui fait la distribution, et les actionnaires de la compagnie. Le cas

⁵³ *Supra*, n. 7, art. 4.

des employés pourra faire l'objet d'une exemption expresse sous l'article 20 (*infra*). C'est ce qui a amené un commentateur de la loi à dire qu'en fait, l'article 50 s'applique tant aux distributions privées qu'aux distributions publiques, sous réserve de ce qui précède, et sous réserve aussi des exemptions que nous retrouverons sous le titre de l'enregistrement des valeurs. Il s'agit en dernière analyse d'une question de faits laissée à la discrétion de la commission.

Cette dernière est généralement disposée à exercer sa discrétion lorsqu'il s'agit de toute évidence d'une émission d'action qui ne s'adresse pas au « public » tel que décrit ci-dessus. Dans le cas de compagnies « privées » (ou qui seraient privées si cette notion était acceptée en droit québécois), la commission jugera chaque cas à son mérite, étudiant la demande pour ensuite juger de ne pas s'y objecter ou décider qu'il y a lieu à une exemption.

3.2. *Notion d'enregistrement*

Une bonne portion des dispositions de la loi des valeurs mobilières vise le contrôle du marché des valeurs par le moyen du contrôle de ses deux principaux éléments: (a) les personnes qui font commerce et assurent la distribution des valeurs, et (b) les valeurs elles-mêmes. Nous allons traiter successivement de l'enregistrement des personnes et des valeurs.

3.2.1. *Enregistrement des personnes*

L'article 15 de la loi québécoise ⁵⁴ énonce expressément les quatre catégories de personnes qui doivent s'enregistrer auprès de la commission des valeurs mobilières: (i) les courtiers; (ii) les émetteurs de valeurs mobilières; (iii) les conseillers financiers et (iv) les vendeurs. L'article 16 ^{54a} enchaîne aussitôt en ajoutant une définition sous ces divers titres et en établissant la prohibition d'agir dans l'une ou l'autre de ces qualités sans être enregistré comme tel.

Le nouvel article 9 de la loi, tel qu'amendé en 1971, charge le directeur général de l'octroi, suspension et révocation des enregistrements et de la surveillance des personnes qui obtiennent des permis et de leurs opérations. Le directeur général peut en référer à la commission pour toute affaire qui lui est soumise, et toute personne peut en appeler d'une décision du directeur général devant la commission. ^{54b}

⁵⁴ *Supra*, n. 7.

^{54a} *Ibid.*

^{54b} *Ibid.*, art. 10, modifié en 1971; voir aussi les articles 24, 25 et 87, ainsi que l'art. 83 quant aux règlements.

A. Enregistrement des courtiers, vendeurs et conseillers financiers

Le premier groupe de personnes visées par les dispositions sur l'enregistrement comprend celles qui font commerce de valeurs sans en émettre elles-mêmes: ce sont les courtiers, les vendeurs et les conseillers financiers.

Le permis de faire affaires est requis pour les courtiers et les émetteurs de valeurs mobilières.⁵⁵ Ce permis peut s'obtenir pour les maisons de courtage (qui énumèrent leurs membres) et un nouveau permis doit être obtenu lorsque de nouveaux associés ou administrateurs se joignent à la maison. La commission fournit une formule d'enregistrement à cet effet (Formule A) qui requiert le courtier de déclarer sous serment son «curriculum vitae» dans le domaine des valeurs mobilières, y compris les jugements rendus contre lui, le fait de son association ou participation dans une société ou compagnie. Cette formule doit être accompagnée d'états financiers. Chaque année, les états financiers des courtiers qui sont membres d'une Bourse doivent faire l'objet d'une vérification selon les règles prévues aux articles 64 et suivants de la loi et les courtiers non membres d'une Bourse doivent aussi soumettre des états financiers et subir une vérification, au moins une fois l'an selon les articles 77 et suivants de la loi.

Les vendeurs de valeurs mobilières, qui peuvent être à l'emploi d'un courtier ou d'une compagnie doivent aussi s'enregistrer auprès de la commission.⁵⁶ La formule C doit alors être remplie (contenant sous serment tous les détails concernant le requérant ainsi que sa participation dans une société ou une compagnie). L'employeur doit fournir une attestation qu'au meilleur de sa connaissance et après enquête quant à la capacité et à l'intégrité du vendeur, les déclarations de ce dernier sont vraies et exactes. L'art. 23 interdit aux courtiers et aux émetteurs d'employer comme vendeurs des personnes qui ne seraient pas enregistrées comme tels. D'après l'article 55 les vendeurs ne sont pas admis à faire le commerce de valeurs mobilières pour un autre courtier ou émetteur de valeurs que celui pour lequel ils sont enregistrés comme vendeurs à moins de s'enregistrer à nouveau pour un autre courtier ou émetteur.

La loi⁵⁷ requiert que caution d'au moins mille (\$1,000) dollars soit donnée par celui qui demande d'être enregistré comme courtier, émetteur ou conseiller financier. Ce montant peut être confisqué à la suite d'infractions.⁵⁸

⁵⁵ *Ibid.*, art. 16a.

⁵⁶ *Ibid.*, art. 16d.

⁵⁷ *Ibid.*, art. 31.

⁵⁸ *Ibid.*, art. 32.

Les enregistrements ne sont valides que pour une période maximum de un an, expirant le 30 avril.⁵⁹

Les conseillers financiers suivent pour leur enregistrement, la même procédure (e.g. formule A) ^{59a} que les courtiers. Ils doivent fournir des renseignements analogues, fournir caution et soumettre en sus une description de leur savoir et de leurs capacités (voir la formule A).⁶⁰ Quelques exemptions sont prévues à l'article 22 à l'égard de certaines personnes qui doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir comme conseillers financiers. Ce sont (a) les membres de corps professionnels qui donnent occasionnellement des avis de nature financière, comme les notaires, par exemple; (b) les éditeurs de journaux ou publications de nouvelles d'affaires ou de finances à tirage général et payé, publiés et distribués de bonne foi et pour considération aux acheteurs et abonnés, pourvu que ces éditeurs n'aient aucun intérêt dans les valeurs à l'égard desquelles ils donnent leur avis et ne reçoivent aucune considération pour ces avis; (c) les banques, sociétés de prêts, caisses d'épargne et de crédit, compagnies de fidéicommiss ou d'assurance; et (d) les personnes reconnues par les règlements comme n'étant pas des conseillers au sens de la loi.

Le mot «associé» est utilisé par la loi à l'article 17 pour indiquer que l'associé d'une personne enregistrée peut agir pour cette dernière sans enregistrement spécial si lors de l'enregistrement de cette personne la commission a donné son autorisation à cet effet. L'énoncé de politique no 14 ⁶¹ (Québec) précise le sens du mot «associé», avec référence aux énoncés de politique nationale pour comprendre les cas suivants: (a) un associé au sens du code civil; (b) une personne qui a un lien avec une personne ou une compagnie, (i) lorsque cette personne est propriétaire d'actions donnant droit à plus de dix pour cent (10%) du vote, (ii) lorsqu'elle a un intérêt important dans une fiducie ou en est fiduciaire et (iii) lorsqu'elle est parente ou conjointe de cette personne ou compagnie ou est un parent du conjoint qui partage le même logis (Enoncé no 14, 31 mars 1971). Cette définition doit être utilisée pour l'interprétation des énoncés de politique de la commission.

⁵⁹ Au surplus voir le Chapitre I de la deuxième partie des règlements d'arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37.

^{59a} C.C.H. Securities Law Reporter, vol. 2, paragraphe 61-307.

⁶⁰ Voir l'article 16 de la loi et le chapitre I de la 2e partie des règlements d'arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37.

⁶¹ *Supra*, n. 39a, 66-025.

Il n'est pas inutile de rappeler ici les dispositions de l'article 61 de la loi du Québec⁶² qui édicte que « toute démarche à la résidence d'un particulier pour faire le commerce de valeurs mobilières est prohibée et constitue une infraction. » L'article 61 prévoit comme conséquence que toute vente ou transaction de valeurs conclus lors d'une telle démarche ou à sa suite est annulable au gré du particulier, avec prescription d'un an pour l'action en annulation ou en répétition du montant payé.

Pour les fins de cet article, la résidence s'entend de son sens habituel, à l'exclusion d'un bureau d'affaires.⁶³ Le mot «... particulier ne comprend pas les amis personnels, intimes ou les associés en affaires du courtier ou du vendeur ni les clients avec lesquels il fait habituellement commerce. »⁶⁴ L'expression « démarche » comprend les visites, sollicitations écrites, télégraphiques ou téléphoniques, sauf pour le cas des deux dernières, celles qui sont faites dans le but de répondre aux demandes que le particulier a lui-même faites; elle ne comprend cependant pas les offres de souscriptions faites par la poste si elles sont accompagnées de prospectus ni les communications faites par un émetteur aux détenteurs enregistrés de ses titres si elles sont faites de bonne foi et sans contravention à l'article 35 concernant les actes frauduleux.⁶⁵

Les énoncés de politique nos 9 et 10 (Québec)⁶⁶ prévoient plus spécialement l'enregistrement comme vendeurs de fonds mutuels des personnes détenant un permis d'agent d'assurance-vie (no 9) et les contrats d'entente entre les distributeurs de fonds mutuels et les compagnies d'assurance-vie (no 10). Le cumul des permis n'est autorisé qu'aux conditions prévues dans ces énoncés.

L'énoncé de politique no 12⁶⁷ (Québec; le 10 septembre 1970 révisé au 20 juillet 1971) reprend les normes et conditions pour l'octroi et le maintien d'enregistrement des vendeurs de valeurs mobilières au Québec. Parmi les normes que la commission entend appliquer pour cet enregistrement, retenons-en quelques-unes qui semblent particulièrement importantes dans le contexte: ainsi, la commission exige, *inter alia* que les candidats à l'enregistrement comme vendeur aient réussi l'examen final du cours canadien sur les valeurs mobilières (ou l'équivalent, comme une forte expérience), que le vendeur exerce un emploi de vendeur à temps plein (avec

⁶² *Supra*, n. 7.

⁶³ *Ibid.*, art. 62(a).

⁶⁴ *Ibid.*, art. 62(b).

⁶⁵ *Ibid.*, art. 62(c).

⁶⁶ *Supra*, n. 39a, 66-020 et 66-021.

⁶⁷ *Ibid.*, 66-023.

quelques adoucissements) et que cet emploi soit leur seul emploi rémunérateur. Certaines personnes sont expressément déclarées inéligibles comme vendeurs: les comptables publics, les employés de banques ou de caisses populaires, les taverniers, les aubergistes licenciés, les policiers, députés, étudiants et toute personne qui peut influencer indûment un acheteur éventuel à cause de la nature ou du prestige de sa fonction.

Tous ces enregistrements sont évidemment sujets aux pouvoirs et à la discrétion de la commission,⁶⁸ nous y reviendrons d'une manière globale.

B. Enregistrement des compagnies et émetteurs de valeurs mobilières

Le deuxième groupe de personnes visées par les dispositions sur l'enregistrement comprend celles qui émettent des valeurs mobilières. Elles sont régies par deux sources législatives, soit la Loi des renseignements sur les compagnies et la Loi des valeurs mobilières.

*Loi des renseignements sur les compagnies*⁶⁹

La procédure prescrite par la Loi des renseignements sur les compagnies n'est pas de la même nature ni de la même force que les enregistrements requis en vertu de la Loi des valeurs mobilières. Comme le titre même de la loi le dit, il s'agit de renseignements plutôt que d'enregistrement à proprement parler. Ces renseignements sont fournis au début des opérations et ensuite sous forme de rapport annuel, au ministère des Institutions financières, corporations et coopératives et non à la commission des valeurs mobilières. Les dispositions de cette loi n'entraînent pas l'octroi d'un permis et n'emportent pas un mode de contrôle sur la compagnie: il s'agit plutôt de déclarations statutaires, initiales et annuelles, permettant au gouvernement de détenir un certain nombre de renseignements sur les compagnies qui font affaires dans la province.

Pendant de nombreuses années, les retards apportés à la soumission de ces prospectus et rapports faisaient que cette loi était généralement ignorée, ou du moins que l'efficacité des registres tenus sur la foi de ces renseignements était douteuse. Plus récemment toutefois, le ministère des institutions financières, corporations et coopératives a montré plus d'intérêt pour la mise en vigueur stricte de la loi sur les renseignements des compagnies.⁷⁰ Adoptée en 1971,

⁶⁸ *Supra*, n. 7, art. 24.

⁶⁹ *Supra*, n. 8.

⁷⁰ *Ibid.*

le Bill 60, modifiant le chapitre 273, permet au ministre d'effectuer un nettoyage des compagnies délinquantes et de retirer leur statut Corporatif de façon expéditive. De plus, et c'est ce qui nous justifie de s'attarder ici, la réforme de l'administration gouvernementale au Québec va entraîner sous peu des changements qui ne sont pas sans intéresser le praticien du droit. En effet, le gouvernement est à mettre sur pied un *fichier central des entreprises* qui débordera le cadre des compagnies proprement dites mais qui les affectera tout particulièrement. Ce fichier est déjà en voie d'exécution et il pourrait même être en vigueur dès la fin de 1971.

Alors que jusqu'à maintenant le gouvernement ne possédait aucun fichier général des corporations et qu'il était même difficile de déterminer combien de compagnies étaient en opération dans la province, ce nouveau fichier permettra non seulement d'en établir la quantité mais surtout la qualité, l'état juridique, le contenu, les modalités et les caractéristiques précises. La mise sur pied de ce fichier rendra impérative la production des prospectus et des rapports périodiques que les compagnies doivent soumettre au gouvernement. La mécanisation du fichier par ordinateurs électroniques permettra de repérer les délinquants et d'apporter les sanctions appropriées.

Pour l'instant, la loi des renseignements sur les compagnies, qui incidemment s'applique à toute corporation, association, syndicat, société, compagnie, et tous autres corps constitués en corporations (avec plusieurs exceptions visant surtout les corporations sans but lucratif: voir l'art. 1(a) de cette loi), requiert le dépôt d'un prospectus de la part de toute compagnie, quel que soit le lieu de sa constitution en corporation, qui s'établit de quelque façon au Québec, même si elle n'y fait pas d'offre de valeurs au public. L'article 2 de la loi prévoit en effet que le prospectus soit fourni (a) lors de l'établissement d'un bureau dans la province, (b) lors du commencement de quelqu'affaire ou de la vente de quelqu'une de ses valeurs mobilières, (c) lors de toute modification importante de quelque fait exposé dans son dernier prospectus et (d) avant la vente de toute émission de valeurs mobilières, en tout ou en partie, si cette émission n'a pas déjà fait l'objet d'un prospectus.

Ces exigences s'appliquent donc à toute compagnie, quelles que soit sa nature (e.g. privée ou publique) ou ses affaires, et à toute activité ou émission, qu'elle soit offerte au public ou non, sans distinctions aucunes.⁷¹

⁷¹ L'auteur consultera aussi certaines lois spéciales, comme la loi des compagnies minières (1964 S.R.Q. c. 283, art. 5(4), 11 et 17), qui contiennent des dispositions particulières quant aux compagnies visées.

Au surplus, l'on voudra bien se référer à l'article 4 de la loi des renseignements sur les compagnies et aux formules gouvernementales quant au contenu de ces prospectus et rapports annuels. Il nous suffira de rappeler les déficiences de la loi québécoise à ce sujet quant au contenu des prospectus et spécialement le manque d'intensité des renseignements concernant les administrateurs et dirigeants, leur intérêt dans la compagnie, les droits d'option et autres arrangements particuliers. Par ailleurs, ces documents n'ont pas à être distribués à quiconque, sauf à être déposés au ministère compétent. Notons enfin que dans plusieurs provinces, les *Compagnies Information Acts* ont été modifiés pour incorporer leurs principales dispositions dans les *Securities Acts* respectifs.^{71a}

*Loi des valeurs mobilières*⁷²

L'article 16(a) de cette Loi englobe sous un seul titre les courtiers, les émetteurs de valeurs mobilières et les vendeurs pour le compte d'un courtier ou d'un émetteur, et les soumet au critère du «commerce de valeurs mobilières».⁷³ L'émetteur de valeurs (e.g. la compagnie qui émet ou le particulier qui distribue un bloc de contrôle) doit donc s'enregistrer tout comme le courtier et à peu près selon les mêmes formes (la formule B étant utilisée). La principale différence entre le courtier et l'émetteur de valeurs est que ce dernier jouit d'un nombre d'exemptions possibles en vertu de la loi même. Il faut noter dès maintenant que l'enregistrement de l'émetteur de valeurs comme tel ne le dispense pas de l'enregistrement des valeurs elles-mêmes (e.g. prospectus): les deux procédures doivent être suivies, à moins qu'il n'y ait lieu à exemption dans l'un ou l'autre cas.

David MacKenzie, dans sa conférence Meredith (1966) sur le sujet des valeurs mobilières, a résumé en trois circonstances les possibilités qui s'offrent à une compagnie qui se propose d'émettre des valeurs mobilières. (a) Elle peut s'enregistrer comme émetteur de valeurs et procéder ensuite elle-même à la distribution au public, par l'intermédiaire de ses employés et dirigeants, lesquels s'enregistrent alors comme vendeurs. MacKenzie ajoute que ce procédé est généralement restreint aux valeurs minières de type spéculatif.

(b) La compagnie peut aussi s'enregistrer comme émetteur de valeur, et offrir ses valeurs au public par l'intermédiaire de courtiers. La distribution doit alors s'accompagner d'un prospectus conforme

^{71a} Voir, par exemple, la nouvelle loi ontarienne des valeurs mobilières de 1966, *supra*, n. 22.

⁷² *Supra*, n. 7.

⁷³ *Supra*, sous ce titre.

aux dispositions de la loi des renseignements.⁷⁴ Ce moyen est fréquemment utilisé dans le cas de valeurs à terme moyen, comme en offrent des compagnies de finance.

(c) La compagnie peut encore, et c'est le cas le plus fréquent, offrir son émission de valeurs par l'intermédiaire d'un souscripteur éventuel à forfait (*underwriter*) (ou un groupe de tels souscripteurs). C'est alors le souscripteur éventuel à forfait qui fera la première distribution au public et qui devra l'enregistrer comme tel. La compagnie émettrice des valeurs pourra alors jouir d'une exemption d'enregistrement d'émetteur, puis qu'elle ne procède pas elle-même à la première distribution au public.

Sous réserve de cette exemption, l'émetteur de valeurs mobilières doit être enregistré comme tel, qu'il procède à la distribution lui-même ou par l'intermédiaire de courtiers. L'article 20 de la loi des valeurs mobilières permet cependant à la commission des valeurs mobilières d'exempter l'émetteur de cet enregistrement lorsqu'il vend les valeurs «en entier» (en bloc) à un courtier enregistré, pourvu toutefois que la permission d'émettre ces valeurs ait été obtenue de la commission comme requis par l'article 50 de cette loi. La raison de cette exemption est que le courtier deviendra alors l'émetteur et devra nécessairement être enregistré: ⁷⁵ on évite ainsi la répétition inutile d'enregistrements. La même règle s'applique aux ventes qui pourraient être faites par les souscripteurs éventuels à forfait entre eux.

Lorsque l'émetteur vend l'émission de valeurs à un souscripteur éventuel à forfait, la commission des valeurs mobilières exige que la différence entre le prix payé par le souscripteur (*underwriter*) et le prix de revente au public lors de la distribution, ou «commission du souscripteur» (*spread*) soit tel qu'il ne soit pas exagéré ou inéquitable. Ce prix fera l'objet d'une entente entre les parties et devra être approuvé par la commission avant que le permis de vente ne soit accordé et le prospectus ne soit approuvé.

La loi autorise plusieurs exemptions d'enregistrement en faveur des émetteurs: ⁷⁶ étant donné la nature de ces exemptions et leur étroit rattachement aux valeurs mobilières elles-mêmes, nous traiterons de toutes ces exemptions sous un même titre.

Avant que de délaisser le sujet de l'enregistrement des personnes, rappelons l'article 54 de la Loi en question qui prohibe aux personnes enregistrées (courtier, émetteur, vendeur et conseiller financier) de

⁷⁴ *Supra*, n. 8.

⁷⁵ *Supra*, n. 7, art. 16(a).

⁷⁶ *Ibid.*, art. 21.

déclarer qu'il est enregistré ni d'annoncer son enregistrement de quelque manière ou de faire des représentations à l'effet que la commission des valeurs mobilières a approuvé sa situation financière, sa compétence, sa capacité, sa conduite ou ses opérations, ou à l'effet que la commission s'est prononcée sur la valeur d'un titre constituant une valeur mobilière. Ceci pour permettre aux vendeurs à bout d'arguments de résister à la tentation d'utiliser la commission comme argument psychologique.

La loi contient bien d'autres règles concernant la conduite des personnes enregistrées dans l'exercice du commerce de valeurs mobilières nous devons cependant les laisser pour être l'objet d'une étude ultérieure et nous en tenir ici aux procédures d'enregistrement.

3.2.2. *Enregistrement des valeurs mobilières*

L'article 50 de la loi des valeurs mobilières, *supra*, édicte que les émissions de valeurs mobilières qui font l'objet d'une première distribution dans le public (voir *supra*, sous ce titre) doivent faire l'objet au préalable d'un permis de la commission des valeurs mobilières. Toutes les valeurs mobilières visées par la loi (voir *supra*, sous le titre «valeurs mobilières») doivent faire l'objet de ce permis. Plusieurs exemptions sont prévues⁷⁷ et seront analysées plus loin.

La distribution de valeurs mobilières faite dans la province de Québec à des personnes résidant hors de la province est également visée par l'article 50 paragraphe 2. Il pourrait y avoir une difficulté d'ordre constitutionnel en autant que cette disposition s'applique aux compagnies fédérales, quoique l'on puisse encore une fois suggérer que le commerce des valeurs mobilières, bien qu'interprovincial dans bien des cas, tombe, tout comme le contrat d'assurance, sous le coup de l'article 92(13) de la constitution (A.A.B.N.), soit «propriété et droits civils».

L'article 50 s'étend en outre aux distributions de valeurs qui, ayant déjà fait l'objet d'une distribution dans le public, se trouvent détenues par une personne ou un groupe lié de personnes qui représentent le contrôle de la compagnie ou d'une catégorie d'actions, et sont à nouveau offertes pour distribution dans le public, quel que soit le mode de distribution (directement, par courtier ou autrement).⁷⁸

Dans tous les cas où une personne (courtier, compagnie ou autre personne) veut distribuer dans le public des valeurs mobilières

⁷⁷ *Ibid.*, art. 20, 21 et 52.

⁷⁸ *Ibid.*, art 50, 3e, 4e et 5e paragraphes.

sujettes à l'article 50, elle doit donner avis à la commission, qui a le pouvoir de décider en dernier ressort si les dispositions de l'article 50 doivent recevoir application. La commission des valeurs mobilières peut, dans les cas où elle la juge à propos, accorder une exemption d'enregistrement et ne pas s'opposer à la vente de valeurs mobilières visées à l'article 50, et ce, nonobstant les dispositions de cet article.⁷⁹

Prospectus La demande de permis faite sous l'article 50 doit être accompagnée, d'après l'article 53, d'un prospectus contenant un exposé complet des faits pertinents à la demande. Le contenu précis du prospectus est réglementé par la troisième partie des règlements.⁸⁰ La principale difficulté est évidemment de déterminer quels sont les faits pertinents à la demande. Heureusement, les règlements précisent le contenu statutaire du prospectus en fournissant une liste de questions qui doivent trouver réponse selon que la compagnie est une corporation ordinaire (Annexe A), une compagnie de placement (Annexe B) ou une compagnie minière (Annexe C). Ces renseignements, qu'il serait inutile d'énumérer ici vu leur caractère statutaire, vont du nom de la corporation aux droits de contrôle et à la nature des opérations.⁸¹ La question no 33^{81a} est évidemment la plus difficile puisqu'elle demande de révéler «tous autres faits pertinents non spécifiés» dans les réponses aux autres questions.

Les règlements exigent en outre que le prospectus soit accompagné de certificats signés tant par les directeurs et les promoteurs de la compagnie que par les courtiers, souscripteurs à forfait, distributeurs et détenteurs d'options à l'effet que le texte du prospectus constitue «un exposé complet, véridique et clair de tous faits essentiels se rapportant à l'offre de valeurs» et qu'il n'y a pas d'autres renseignements essentiels que ceux fournis. Dans le cas des courtiers et autres, ce certificat est déclaré fourni au meilleur de leur connaissance.⁸² La loi des valeurs mobilières permet à la commission d'ordonner à la compagnie de fournir aux détenteurs d'actions qui procèdent à une distribution au public tous les renseignements nécessaires à la confection du prospectus;⁸³ les règlements permettent à la commission de dispenser une personne de signer les documents si elle est empêchée de le faire pour des raisons valables.⁸⁴

⁷⁹ Voir paragraphes 8, 9 et 10 d'art. 50.

⁸⁰ Arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37.

⁸¹ *Ibid.*, et les règlements.

^{81a} Voir l'arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37, Annexe «A», paragraphe 33.

⁸² Voir la Troisième Partie des règlements, arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37.

⁸³ *Supra*, n. 7, art. 50 paragraphe 4.

⁸⁴ *Supra*, n. 82.

En sur des renseignements statutaires requis par règlement, le prospectus contient des renseignements d'ordre général sur la compagnie, son historique, sa capitalisation, lesquels doivent, selon les normes de la commission, être présentés de façon simple et ordonnée, en évitant les abus de jargon technique et les prédictions ambitieuses touchant les profits et la croissance de la compagnie. En pratique, les rédacteurs y vont d'une façon qui s'adapte aux besoins de la compagnie. Malheureusement, puisque peu de personnes finissent par lire le prospectus avec toute l'attention qu'il mérite, il se perd un temps précieux dans la préparation de ces documents.

La partie la plus importante du prospectus concerne les états financiers: ces états financiers doivent comprendre un (i) état des revenus de la compagnie (et de ses filiales) pour chacun des cinq (5) derniers exercices financiers (les normes et directives de la commission en date de mai 1961 prévoient que la commission requerra les états pour les dix dernières années), (ii) un bilan de l'actif et du passif de la compagnie (et de ses filiales) qui ne sont pas arrêté à plus de cent vingt (120) jours avant la date du prospectus et (iii), lorsque le produit de l'émission doit être utilisé pour acquérir une ou plusieurs entreprises, un bilan *pro forma* consolidant les profits et pertes nettes et un bilan *pro forma* consolidant l'actif à acquérir et le passif à assumer, arrêtés à la même date que le bilan. Les normes et directives de la commission (datées de mai 1961) précisent le contenu de ces états financiers, selon le type de compagnie et selon les circonstances. Les états doivent être approuvés par les administrateurs de la compagnie et porter la signature d'au moins deux d'entre eux. Les normes et directives (mai 1961) prévoient que la commission exigera de toute façon un bilan *pro forma* dans la plupart des cas.^{84a}

Le rôle des vérificateurs n'est pas passif dans la préparation des états financiers. Ils sont tenus de déclarer que les états, réels et *pro forma*, de la compagnie sont exacts et fidèles à la situation de la compagnie, et qu'il n'a pas de raisons de croire qu'ils sont erronés. Enfin, le vérificateur sera requis de donner une «lettre de consentement» dans laquelle il approuvera le prospectus tout entier (y compris les déclarations qui ne se rapportent pas aux seuls états financiers) énonçant que ce prospectus représente une description exacte de la situation de la compagnie et n'est pas susceptible d'in-

^{84a} Normes et directives de la Commission quant au contenu des états financiers qui doivent nécessairement accompagner un prospectus, mai 1961, ch. V, art. 5.

duire le lecteur en erreur⁸⁵ (voir le chapitre IV des normes et directives de la commission (4 mai 1961) sur l'approbation des vérificateurs).

La commission a ajouté à ses normes et directives du 4 mai 1961 par l'énoncé de politique no 7 (26 septembre 1969 et 1er octobre 1969) dans lequel elle annonce son intention de permettre aux émetteurs d'utiliser les états financiers ordinaires de la compagnie pour la dernière année financière complétée si ces états n'ont pas plus de cent vingt (120) jours de la date à laquelle un prospectus a été soumis à la commission. Le rapport du vérificateur fournit alors des états additionnels non vérifiés ainsi qu'une lettre d'accord présumé (*comfort letter*) selon les exigences de la commission. Cette procédure permet d'alléger le fardeau de l'émetteur, en temps et en coût.⁸⁶

Dans les normes et directives de la commission sur le contenu des états financiers, le chapitre V prévoit enfin que la commission peut exempter le requérant de certaines règles visant les états financiers, soit de son chef, soit sur demande.

Par ailleurs, les règlements^{86a} exigent qu'un prospectus doit être amendé ou remplacé dans les vingt jours de tout changement important survenu dans la structure ou l'activité de la compagnie et qui a pour effet de rendre inexact l'exposé des faits et renseignements contenus dans le prospectus. Cette exigence s'applique à tout changement survenu pendant le temps de la distribution de l'émission en public. La commission peut encore exiger la revision ou le remplacement des prospectus, même après l'autorisation de distribuer les valeurs mobilières, lorsqu'elle le juge nécessaire pour la protection du public.⁸⁷

L'article 53 de la loi des valeurs mobilières, *supra*, prescrit que le prospectus doit être livré à la commission et qu'il ne peut en aucun cas être distribué au public avant que la commission ne l'ait autorisé, au préalable et par écrit.

La procédure pratique qui consiste à soumettre le prospectus à la commission des valeurs mobilières et à obtenir l'approbation de cette dernière a été suffisamment décrite par David MacKenzie dans sa conférence Meredith.⁸⁸ Nous n'en reprendrons ici que quel-

⁸⁵ Voir le ch. IV des normes et directives de la Commission du 4 mai 1961 sur l'approbation des vérificateurs.

⁸⁶ Voir aussi l'article 3 du Chapitre V des normes et directives de mai 1961.

^{86a} Arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37, 3e partie Ch. III.

⁸⁷ *Supra*, n. 7, art. 53 paragraphe 6.

⁸⁸ Mackenzie, David, "Securities Legislation and Practice", Meredith Memorial Lectures, 1966, pp. 21-25.

ques points saillants en indiquant les quelques changements qui auraient pu survenir depuis cette publication.

M. MacKenzie souligne le fait que la partie la plus frustrante de la demande d'approbation ne se trouve pas dans les règles expresses de la commission des valeurs mobilières mais plutôt celles qui ne se trouvent pas exprimées par écrit. Il fut en effet un temps où la politique de la commission était assez difficile à déterminer, mais il faut saluer avec satisfaction la multiplication des énoncés de politique, tant au niveau national que provincial et la plus grande uniformisation de la pratique des commissions provinciales, ce qui stabilisera la procédure et éliminera les doutes et les devinettes que devaient se poser tant les praticiens que la commission elle-même.

Le prospectus, tout comme certains autres documents corporatifs se prépare le plus facilement avec des ciseaux et de la colle, empruntant aux prospectus antérieurs qui ont reçu l'approbation de la commission et les adaptant au cas particulier sous étude. Ce sera là la tâche des conseillers juridiques de la compagnie ou de l'émetteur et des courtiers ou souscripteurs à forfait. Il y a lieu d'insister encore une fois sur l'exigence de la loi et des règlements concernant la déclaration de tous les faits pertinents à la demande d'enregistrement des valeurs, et qui varient évidemment selon le genre, le capital et les opérations de la compagnie. Le but étant toujours la protection du public investisseur, il s'agit de fournir tous les éléments qui permettront aux acheteurs éventuels de décider s'ils désirent acheter ces valeurs et de déterminer les caractéristiques de l'investissement selon le plus ou moins long terme, les sûretés offertes et le risque inhérent. A cet effet, il est des mentions qui ne doivent pas apparaître au prospectus, ainsi, l'on ne doit pas mentionner le fait que la commission des valeurs a approuvé l'émission ou s'est prononcée sur la valeur du titre offert,⁸⁹ ou le fait que les valeurs seront cotées sur une bourse (voir cependant le cas des valeurs cotées en bourse; énoncé de politique no 1 — Québec).⁹⁰

Il est aussi interdit de laisser entendre que les valeurs offertes seront de quelque façon rachetées ou que le prix sera remboursé à l'acheteur de quelque manière, sauf évidemment si les valeurs offertes sont stipulées «rachetables» au sens du droit des compa-

⁸⁹ La loi des valeurs mobilières, *supra*, n. 7, art. 54(4).

⁹⁰ Cette prohibition est contenue dans l'art. 35 de la *Loi des valeurs mobilières*, traitant des actes frauduleux, art. 35(e) et (f).

gnies.⁹¹ La Loi des banques interdit enfin de nommer une banque à charte comme telle dans un prospectus.⁹²

La commission pourra exiger que lorsque les fonds provenant de l'émission des valeurs sera utilisée pour le remboursement d'une dette, ou l'acquisition ou la construction d'un bien, le produit de l'émission devra être déposée dans un compte en fiducie et utilisé directement pour les fins énoncées dans le prospectus et dans l'acte de fiducie (directives de la commission du 16 novembre 1965). Cette restriction, moins sévère que la mise sous écrou des valeurs mobilières (voir *infra*) sera utilisée dans les cas où la commission peut avoir des doutes quant à l'utilisation des fonds selon les modalités énoncées dans le prospectus. Elle a surtout un effet préventif, mais peut être utilisée à volonté.

La procédure de soumission et d'approbation du prospectus se déroulera alors comme suit: ⁹³

- a) le prospectus est soumis à la commission après entente entre les parties concernées quant aux conditions de vente de l'émission (émetteur, courtier, souscripteur à forfait);
- b) paiement du tarif prescrit; ⁹⁴
- c) lettre de demande d'exemption d'émetteur en vertu de l'article 20 de la loi (émission vendue en entier à un courtier);
- d) lettre de demande de faire le commerce de valeurs par rapport à l'émission;
- e) les procédures prévues dans l'Enoncé de politique nationale no 1 (1er mars 1971) devront alors être suivies (voir *supra* quant au détail de ces procédures);
- f) préparation des états financiers et des certificats des administrateurs et des vérificateurs;
- g) détermination du prix des valeurs lors de la distribution au public et des conditions attachées aux valeurs: e.g. actions privilégiées, obligations et sûretés, débentures, coupons d'intérêt, droits de rachat, conversion, participation aux profits ou au capital, droit de vote;
- h) détermination de la commission du souscripteur à forfait; la commission des valeurs mobilières du Québec se réserve le droit

⁹¹ *Ibid.*

⁹² 1953-54, S.C. c. 48, art. 157.

⁹³ Voir Mackenzie, *supra*, n. 88, pp. 26-27.

⁹⁴ Règlements — arrêté en conseil no 222, *supra*, n. 37: \$100 pour la permission requise sous l'article 50 de la loi des valeurs mobilières et \$100 pour le dépôt du prospectus.

de fixer des plafonds pour la mise en marché des valeurs, exigeant que la commission du vendeur ne soit pas inéquitable;⁹⁵

- i) soumission des états financiers tels que complétés et certifiés;
- j) soumission des autres documents de support, tels que les actes de fiducie, ententes conclues entre l'émetteur et les courtiers et souscripteurs à forfait;
- k) corrections apportées au prospectus suivant les remarques de la commission et émission des permis demandés (voir *infra*) le prospectus demeure valable pour une période d'un an de sa date, sujet aux dispositions de la loi (art. 53) et des règlements sur la révision ou le remplacement de tel prospectus (voir *supra*);
- l) s'il s'agit d'une compagnie fédérale, le prospectus doit être déposé auprès du ministère des affaires corporatives et de la consommation dans les dix jours de sa date;
- m) le prospectus doit être remis à tout acheteur de valeurs sujettes à l'article 50 avant le paiement de ces valeurs par l'acheteur (art. 53 parag. 4).

Rappelons que la compagnie doit aussi procéder, de préférence avant de soumettre son prospectus à la commission, si le temps le permet, à faire ce que l'on pourrait nommer le «grand ménage» de ses affaires. La mise à jour des livres de la compagnie s'impose, de même que l'obtention de lettres patentes supplémentaires si besoin est (e.g. nouvelle émission d'actions, augmentation du capital autorisé, modification aux droits des actionnaires), la tenue des assemblées nécessaires et l'adoption des résolutions contenant les autorisations et les mandats requis pour procéder à l'émission, à la distribution et au transfert des valeurs. Dans le cas où l'on procède à l'émission d'obligations ou de débentures, il faudra procéder à la rédaction de l'acte de fiducie, à l'examen des titres des biens de la compagnie, à l'évaluation de certains biens, à la nomination d'un fiduciaire et à la détermination des charges fixes et flottantes.

Les critères d'approbation du prospectus par la commission des valeurs mobilières du Québec sont généralement fondées sur la théorie dévoilement total de tous les renseignements pertinents à l'émission des valeurs. La commission a cependant énoncé sa politique d'y mêler un peu de *Blue Sky Regulation* et de prendre en considération la valeur intrinsèque des valeurs offertes au public. A cet effet, la commission exigera la production de documents

⁹⁵ Cette question est assez complexe et fait l'objet de discussions au niveau national avec la collaboration des associations de courtiers et des commissions; voir Williamson, *supra*, n. 45, ch. XI, pp. 282 et seq.

additionnels (voir le paragraphe j. *supra*) afin d'étudier l'intention des parties et la valeur relative des valeurs offertes sur le marché. L'un des moyens dont la commission dispose pour régler le mérite des émissions est le refus d'exercer la discrétion qui lui est permise par la loi ou d'accorder les exemptions qui pourraient l'être en appliquant strictement la loi. Il faut cependant tenir compte ici des récents énoncés de politique en bourse et spécialement sur les bourses locales (voir à cet effet les énoncés de politique nos 1, 4 et 5 - Québec).⁹⁶ Les récentes déclarations du président de la commission permettent cependant de croire que même si la commission entend favoriser les Bourses locales, elle a aussi l'intention de maintenir une politique mixte de réglementation comprenant à la fois le dévoilement total (*full disclosure*) et la réglementation stricte (*Blue Sky*). Notons ici encore que même si la commission est disposée à entendre les parties dans les discussions préliminaires, ses décisions sont finales et sans appel.

La commission des valeurs mobilières a le pouvoir, même après avoir approuvé une émission, d'ordonner que l'émission ou les actions soient placées sous écrou. Cette procédure vise à empêcher la circulation des actions avant que l'émission n'ait été complètement distribuée. Les actions sous écrou sont habituellement confiées à une compagnie de fiducie qui ne les remettra qu'avec la permission de la commission. La mise sous écrou est chose courante dans le cas de valeurs émises par des compagnies minières ou pétrolières, auquel cas la commission exige que toutes les actions soient mises sous écrou au moment de la demande d'enregistrement, quitte à en relâcher dix pour cent jusqu'à ce que l'émission soit vendue. L'énoncé de politique no 8 (Québec) ⁹⁷ précise les modalités de la mise sous écrou de valeurs de compagnies minières et de la relâche de telles valeurs.

La mise sous écrou se retrouve cependant dans le cas des compagnies industrielles, lorsque l'émission est particulièrement risquée; dans le cas où une compagnie ne réussit pas à trouver de souscripteur éventuel à forfait (*underwriter*) et décide de procéder elle-même à la distribution de ses actions, il y aura généralement lieu à mise sous écrou; de même, dans le cas où il y a risque que l'émission ne se vende pas totalement et que la compagnie ne pourrait procéder à ses affaires sans une vente intégrale (e.g. besoin de \$100,000 et la vente ne rapporte que \$50,000), les actions seront mises sous écrou et la commission ne permettra pas alors à la com-

⁹⁶ *Supra*, n. 39a, 66-012, 66-015 et 66-016.

⁹⁷ *Ibid.*, 66-019.

pagnie de conserver la valeur des actions souscrites. On annulera la souscription. Toute nouvelle entreprise dont l'émission est risquée ou spéculative en raison du genre de ses opérations (e.g. mines) ou de sa structure interne (e.g. capital ou administration) peut donc avoir ses actions mises sous écrou jusqu'à ce que la commission soit satisfaite du fait que la compagnie puisse utiliser les fonds à bon escient et non par au détriment des investisseurs.⁹⁸

3.3 Exemptions d'enregistrement

La loi des valeurs mobilières⁹⁹ donne à la commission le pouvoir d'exempter d'enregistrement les personnes, les valeurs ou les deux à la fois dans certaines circonstances. Nous avons déjà mentionné quelques-unes de ces exemptions à l'égard des personnes (v.g. l'art. 22, membres de corporations professionnelles, banques, exemptés d'enregistrement à titre de conseillers financiers; *supra*). Plusieurs autres exemptions sont prévues par la loi. Etant donné l'excellence du travail de compilation fait par Williamson dans son ouvrage et par souci d'uniformisation, nous allons suivre sa classification des exemptions.¹⁰⁰

Deux espèces d'exemptions sont prévues dans la loi des valeurs mobilières (outre l'exemption des personnes prévues à l'article 22, *supra*): l'exemption des personnes et des valeurs ensemble, et l'exemption des seules valeurs. Ces dispositions sont contenues principalement dans les articles 20, 21 et 52 de cette loi, lequel réfère expressément aux deux premiers. L'article 20, situé sous le même titre que l'article 16, «commerce des valeurs mobilières et enregistrement», édicte qu'«aucun enregistrement n'est requis pour les ventes et transactions suivantes de valeurs mobilières»; l'article 21, à la suite, exempté de l'enregistrement les «émetteurs» de valeurs mobilières dans les cas énumérés. L'article 52, sous le même titre que l'article 60 «règlementation du courtage» édicte que les dispositions de l'article 50 sur la permission à obtenir de la commission avant de procéder à une première distribution au public ne s'appliquent pas «(a) aux transactions et valeurs visées par les articles 20 et 21» et «(c) lorsqu'il y a exemption d'enregistrement

⁹⁸ Voir, Williamson, *supra*, n. 45, pp. 93-94; supplément, pp. 69-70.

⁹⁹ *Supra*, n. 7.

¹⁰⁰ Dans les appendices à son ouvrage de même que dans le corps du texte, Williamson, *supra*, n. 45, reprend toutes les exemptions en les classifiant par groupes et sujets; *N.B.* le ch. IV du supplément remplace le ch. IV du livre principal. L'auteur voudra s'y référer, aux pp. 125 ss., de même qu'aux appendices C, D et E.

en vertu de l'article 20 ou de l'article 21». Cette exemption par référence emporte donc une exemption d'enregistrement tant pour les personnes que pour les valeurs, le cas échéant.

Plusieurs de ces exemptions tombent sous le jugement discrétionnaire de la commission des valeurs mobilières,¹⁰¹ mais plusieurs ne font pas l'objet de cette discrétion et les parties peuvent donc s'en prévaloir tel que permis par la loi. Voyons plutôt l'énumération de ces exemptions.

3.3.1. *Exemption d'enregistrement des personnes et des valeurs*

a) *Exemption au cas de vente isolée*¹⁰²

Cette exemption n'est cependant possible que lorsque la vente est faite par le propriétaire (ou pour son compte) et qu'elle n'est pas partie d'une série de ventes continues ou successives. Elle n'est pas non plus permise aux courtiers et aux personnes qui font le commerce des valeurs mobilières. La compagnie émettrice des actions est également exclue puisqu'elle ne peut pas être le «propriétaire» de ses propres actions en vertu du droit des compagnies. Cette exemption s'applique tant aux personnes qu'aux biens. Le détenteur d'un bloc d'actions de contrôle qui en fait une première distribution au public pourra donc se prévaloir de l'exemption en raison des articles 20(b) et 52, pourvu toutefois qu'il s'agisse d'une opération isolée. Ce sera une question de fait que de savoir ce qu'est une opération isolée, dans le cas où la même personne voudrait se prévaloir plusieurs fois de cette exemption.

b) *Exemption au cas de vente de valeurs aux employés*¹⁰³

Cette exemption est soumise à la discrétion de la commission des valeurs mobilières. Voir aussi la notion du «public» sous l'article 50 de la loi. La commission pourra considérer que les employés ne sont pas compris dans le public.

c) *Exemption au cas de vente entre émetteurs et souscripteurs à forfait*¹⁰⁴

Cette exemption a déjà été mentionnée plus haut; elle est sujette à la discrétion de la commission. L'exemption n'a lieu qu'à

¹⁰¹ *Supra*, n. 7, art. 21 paragraphe 3.

¹⁰² *Ibid.*, art. 20(b) et 52.

¹⁰³ *Ibid.*, art. 20 par. 3 et 52.

¹⁰⁴ *Ibid.*, art. 20 par. 4 et 52.

l'égard de l'émetteur lorsque l'émission est vendue «en entier» au courtier et pourvu que la permission prévue à l'article 50 ait été accordée au courtier pour la subséquente distribution de l'émission au public.

d) *Exemption au cas de dividende en actions*

La loi québécoise ne prévoit pas expressément cette exemption; Williamson soutient qu'il n'y aurait pas lieu d'exiger l'enregistrement pour ces valeurs et pour l'émetteur puisqu'il n'y a pas «vente» (il y a néanmoins distribution); l'exemption est permise dans les autres provinces.

e) *Exemption au cas d'échange d'actions par une compagnie pour les fins de la fusion, amalgamation ou réorganisation*¹⁰⁵

L'exemption prévue dans la loi québécoise n'est pas formulée dans les mêmes termes que celles des autres provinces. Il s'agit ici d'échange de valeurs émises par la compagnie contre des valeurs mobilières d'une autre compagnie, aux fins de la fusion et de l'amalgamation de ces compagnies ou de la réorganisation de l'une d'elles. La loi ne semble pas s'étendre aux simples émissions de la compagnie en cas de réorganisations, là où il n'y aurait pas véritablement échange. La loi prévoit par contre, dans l'article 20(f), que l'exemption peut être accordée dans le cas d'échange de valeurs qui surviendrait pour toute autre fin, à la discrétion de la commission.

Dans tous les cas, ces émissions et échanges doivent faire l'objet d'une demande expresse et circonstanciée à la commission qui peut, à sa discrétion, (i) ou bien ne pas s'objecter à l'émission ou à l'échange, (ii) ou bien décider qu'ils ne peuvent avoir lieu que si la compagnie s'enregistre comme émetteur. La compagnie ne peut procéder à l'émission ou à l'échange avant que la décision de la commission ne lui ait été transmise par écrit [non objection (art. 20 in fine) ou enregistrement (art. 16) et permission (art. 50)].

f) *Exemption au cas d'émission de valeurs aux actionnaires existants ou aux membres de corporations sans but lucratif*¹⁰⁶

L'émission d'actions, obligations ou autres valeurs par une personne ou une compagnie aux détenteurs de valeurs mobilières

¹⁰⁵ *Ibid.*, art. 20 par. 5.

¹⁰⁶ *Ibid.*, art. 20(e), 52.

déjà émises par telle personne, ou aux membres de corporations sans but lucratif, fait l'objet d'une exemption tant à l'égard de l'émetteur que des valeurs mobilières; cette définition a été modifiée en 1971.

Cette exemption est toutefois possible sous la restriction qu'aucune commission ou rémunération ne soit payée à l'égard de l'émission, sauf les déboursés encourus qui pourraient être payés à une personne enregistrée auprès de la commission comme prévue dans l'article 20(e).

Cette exemption est soumise à la même discrétion de la commission que l'exemption précédente (e). Avis circonstancié de l'émission projetée doit donc être transmis à la commission qui peut (i) ou bien peut ne pas s'objecter à l'émission, (ii) ou bien décider que l'émetteur soit enregistré¹⁰⁷ et que l'émission fasse l'objet d'un permis.¹⁰⁸

L'exemption de l'article 20(e) s'adresse aux compagnies émettrices d'actions à ses détenteurs de valeurs, et ne peut donc être obtenue par un «propriétaire» d'actions qui ferait une première distribution au public.¹⁰⁹

- g) *Exemption au cas de vente en justice; exemption au cas de vente par exécuteur testamentaire, tuteur, curateur, fiduciaire, curateur public, syndic de faillite ou liquidateur, en vertu d'une autorisation judiciaire ou d'une disposition législative*¹¹⁰

Le but de la réglementation des valeurs mobilières étant de protéger le public, il est évident que ces ventes ne vont pas par définition, à l'encontre de l'intérêt commun. La dispense d'enregistrement est donc évidente et automatique.

- h) *Exemption au cas de vente par un créancier gagiste*¹¹¹

Le créancier gagiste qui agit de bonne foi n'est pas tenu à l'enregistrement pour la vente, dans le cours ordinaire des affaires, de valeurs donnée en garantie (gage) d'une dette contractée de bonne foi, dans le but de liquider celle-ci. La vente peut avoir lieu par le créancier gagiste ou pour son compte, aux mêmes conditions.

¹⁰⁷ *Ibid.*, art. 16.

¹⁰⁸ *Ibid.*, art. 50; voir l'article 20, 2e par. de la fin.

¹⁰⁹ Voir *supra*, art. 20(b) et exemption (a).

¹¹⁰ *Supra*, n. 7, art. 20(a) et 52.

¹¹¹ *Ibid.*, art. 20(d) et 52.

- i) *Exemption au cas de vente de valeurs à des compagnies d'assurance, compagnies de fidéicommiss ou des banques à charte ou autre institution ou compagnie désignée par la commission.*¹¹²

Cette exemption n'est pas aussi large que celle prévue dans d'autres lois provinciales qui exemptent dans certains cas toute opération à laquelle une banque est partie, par exemple. De plus, les lois de plusieurs provinces permettent aux banques d'agir non seulement comme conseillers financiers (ce que l'article 22(c) de la loi québécoise permet) mais aussi comme courtier d'une façon générale et comme souscripteur à forfait, sans enregistrement, et aussi de vendre leurs propres valeurs mobilières au public, sans permission, prospectus ou enregistrement.¹¹³

- j) *Exemption au cas de vente par un employé du gouvernement*¹¹⁴

Lorsqu'il sont dans l'exercice de leurs fonctions, les officiers et employés du gouvernement provincial et fédéral peuvent procéder à la vente de valeurs mobilières sans qu'aucun enregistrement ne soit requis. L'exemption s'étend aux employés des commissions gouvernementales. (voir le commentaire sous l'exemption (g) *supra*).

- k) *Exemption au cas d'émission d'effets de commerce*¹¹⁵

Cette exemption vise l'émission d'effets de commerce et de billets à ordre qui sont payables à demande ou dans les douze mois, pourvu que, si le commerce de ces valeurs n'est pas limité à des corporations, chacun de ces billets ou effets soit pour un montant d'au moins \$50,000 en capital. Cette exemption a été modifiée en 1967 pour la restreindre considérablement, à la suite de modifications semblables dans les autres provinces, lesquelles suivaient une décision de la cour suprême du Canada reconnaissant le droit des provinces de requérir l'enregistrement du commerce des effets de commerce.¹¹⁶ L'ancien texte de l'article 21(e) exemptait les émetteurs de tous effets ou billets à demande ou échéant au plus tard à un an de leur date. Une émission

¹¹² *Ibid.*, art. 20(g) et 52.

¹¹³ Voir les lois d'Alberta, Colombie Britannique, Manitoba, Nouveau-Brunswick, Ile du Prince Edouard, Ontario, Saskatchewan mentionnées dans Williams, *supra*, n. 45, supplément à *Securities Regulations in Canada*, p. 141.

¹¹⁴ La *Loi des valeurs mobilières*, *supra*, n. 7, art. 20(c) et 52.

¹¹⁵ *Ibid.*, art. 21(c) et 52.

¹¹⁶ *Duplain v. Cameron* [1961] S.C.R. 693.

de billets à ordre pour des sommes moindres et qui serait distribuée dans le public (comprenant des particuliers) ne pourrait bénéficier de cette exemption. L'exemption ne peut toutefois être exercée que par l'émetteur des valeurs, et non pas par le courtier ou le souscripteur à forfait.

- l) *Exemption au cas d'émission de valeurs dont l'émission et la circulation doivent être approuvées par la Régie de l'électricité et du gaz*¹¹⁷

Voir le commentaire sous l'exemption (g), *supra*. L'exemption ne peut être exercée que par l'émetteur des valeurs et non pas par les autres personnes qui en font le commerce. (N.B. voir l'exemption suivante).

- m) *Exemption au cas d'émission d'obligations ou autres titres de créances visés au paragraphe a) et c) et au sous-paragraphe 1 du paragraphe e) de l'article 981 o) C.C.*¹¹⁸

Voir le commentaire sous l'exemption (g), *supra*. Cette exemption ne peut être exercée que par l'émetteur de ces valeurs et non pas par les autres personnes qui en font le commerce.

L'article 981 o) c.c. énumère les émetteurs suivants:

parag.

- a) le gouvernement de la province;
- a) le gouvernement du Canada;
- a) les gouvernements des provinces canadiennes;
- a) le gouvernement des Etats-Unis d'Amérique;
- a) les gouvernements des Etats des Etats-Unis;
- a) la Banque Internationale pour la reconstruction et le développement;
- a) les corporations municipales (au Canada);
- a) les corporations scolaires (au Canada);
- a) les fabriques (au Québec);
- c) les émetteurs d'obligations ou autres titres de créance garantis par le transport à un fiduciaire d'un engagement du gouvernement de la province, du Canada ou d'une province canadienne, de verser des subventions suffisantes pour l'acquittement des intérêts et du principal à leurs échéances respectives.

¹¹⁷ *Supra*, n. 7, art. 21(b) et 52(b).

¹¹⁸ *Ibid.*, art. 21(a) et 52.

- e)1 les émetteurs créances garanties par hypothèques sur des biens fonds au Canada si le paiement du principal et des intérêts est garanti ou assuré par le gouvernement de la province, du Canada ou d'une province canadienne.

Cette exemption a été modifiée à la suite de la modification, en 1967, de l'article 981 o) du Code civil.

- n) *Exemption au cas d'émission de valeurs mobilières faite dans une autre province du Canada et dans laquelle les fonds possédés en fidéicommiss peuvent être placés en vertu des lois de ladite province*¹¹⁹

Voir le commentaire sous l'exemption (g), *supra*.

Cette exemption est le parallèle de l'exemption permise sous l'article 981 o) c.c. (voir l'exemption (m), *supra*). L'exemption est toutefois sujette à l'approbation de la commission des valeurs mobilières qui l'accorde lorsqu'elle le juge à propos.

Elle ne peut être exercée que par l'émetteur des valeurs et non pas par les autres personnes qui en font le commerce.

- o) *Exemption d'enregistrement dans le cas de valeurs mobilières cotées ou que l'on a convenu de coter à une Bourse reconnue*¹²⁰

Dans son énoncé de politique no 1^{120a} (3 juin 1969), la commission des valeurs mobilières du Québec a fait part de son intention d'exercer «largement ce pouvoir discrétionnaire» (voir *supra*). La Bourse de Montréal et la Bourse canadienne ont été désignées comme «bourses reconnues» à cet effet.

La commission rappelle cependant que ce pouvoir est discrétionnaire et que bien qu'elle entende simplifier la tâche des compagnies cotées en bourse, l'exemption de l'article 21 devra être demandée dans chaque cas et jugée à son mérite.

Voir aussi les énoncés de politique nos 3 et 4 de la commission du Québec.

Cette exemption d'enregistrement s'applique tant aux personnes qu'aux valeurs, mais ne peut être exercée que par l'émetteur, et non par les autres personnes qui font le commerce de ces valeurs.

¹¹⁹ *Ibid.*, art. 21 par. 2 et 52.

¹²⁰ *Ibid.*, art. 21 par. 3 et 52.

^{120a} *Supra*, n. 39a, 66-012.

- p) *Exemption concernant la vente de certaines valeurs mobilières faisant partie d'émissions auxquelles s'appliquent les dispositions de l'article 21* ¹²¹

La commission des valeurs mobilières peut, à sa discrétion, accorder une exemption d'enregistrement pour la vente de certaines valeurs déjà régies à l'article 21: ce sont les cas où l'article 21 exempté d'enregistrement les seuls émetteurs de valeurs mobilières (les valeurs mobilières étant de ce fait exemptées d'enregistrement par l'effet de l'article 52). Il s'agit alors d'une question de circonstances que les parties devront soumettre à la commission dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire: l'exemption vise la vente de ces valeurs.

- q) *exemption relative à des ventes ou transactions nommément soustraites par les règlements à l'application de l'article 16* ¹²²

Par arrêté en conseil ¹²³ un règlement a été adopté pour donner effet à l'article 20 h) de la loi des valeurs mobilières. L'exemption d'enregistrement s'applique, en vertu de ce règlement, aux transactions suivantes:

- (i) le dépôt d'argent, tel que défini par la loi de l'assurance-dépôts du Québec;
- (ii) la souscription de parts sociales par les membres d'une caisse d'épargne et de crédit ¹²⁴ ou les personnes qui veulent devenir membres, *sauf*:
 - (1) la souscription de parts sociales sollicitées ou reçue par des vendeurs rémunérés;
 - (2) la souscription de parts sociales dont le paiement n'est pas fait comptant;
 - (3) la souscription de parts sociales d'une caisse d'épargne et de crédit non inscrite à la Régie de l'assurance-dépôts;
- (iii) la souscription de parts sociales ou privilégiées par les membres d'une association coopérative ¹²⁵ ou les personnes qui veulent devenir membre, et l'attribution de parts sociales aux membres ou usagers de telles coopératives; ¹²⁶

¹²¹ La *Loi des valeurs mobilières*, *supra*, n. 7, art. 21 paragraphes 4 et 52.

¹²² *Ibid.*, art. 20(h) et 52.

¹²³ Arrêté en conseil no 731, *supra*, n. 37.

¹²⁴ Voir la *Loi des causes d'épargne et de crédit*, 1964, S.R.Q. c. 293.

¹²⁵ Voir la *Loi des associations coopératives*, 1964, S.R.Q. c. 292.

¹²⁶ *Ibid.*, art. 14(b), 85(a) et 106(e).

(iv) de même que (iii) dans le cas des sociétés coopératives agricoles.¹²⁷

La portée de ce règlement indique donc que les valeurs et les transactions visées par ce règlement ne faisaient auparavant pas l'objet d'une exemption et que l'absence d'enregistrement étant simplement tolérée. Les exceptions prévues au second paragraphe (ii-(1), (2) et (3) n'étant pas couvertes par l'exemption, il faudra donc procéder à l'enregistrement dans ces cas. Là où l'exemption est permise, elle vaut tant pour l'article 16 que pour les articles 20 et 52.

r) *Exemption relative aux émissions, distributions, ventes ou transactions des actions du capital action d'une compagnie privée.*^{127a}

L'octroi de cette exemption par la commission reste cependant discrétionnaire et la compagnie privée peut être assujettie à l'obtention d'un enregistrement, selon les circonstances. Cette exemption est de droit nouveau en droit québécois, puisque la compagnie privée y est reconnue pour la première fois dans un statut.

Cette liste d'exemptions d'enregistrement montre le côté positif des exemptions disponibles dans la province de Québec. Certaines s'appliquent de droit, d'autres requièrent l'exercice par la commission des valeurs mobilières de sa discrétion. Les exemptions prévues sous l'article 21, de la loi des valeurs mobilières, visent généralement l'émetteur des valeurs de même que les valeurs elles-mêmes en vertu de l'article 52 et non pas les autres personnes qui font le commerce de ces valeurs.

D'un point de vue négatif, plusieurs exemptions sont maintenant disponibles dans les autres provinces du Canada, spécialement depuis la révision récente des lois provinciales.^{127b} L'interprétation du mot «public»¹²⁸ s'entend donc généralement, mais sera restreinte depuis que l'on reconnaît la compagnie privée. La pratique de la commission québécoise est cependant de ne pas inclure dans le mot «public» les souscripteurs originaux, les administrateurs et les officiers d'une compagnie qui serait ailleurs qualifiée de compagnie privée et d'approuver quasi automatiquement ces ventes.

¹²⁷ 1964 S.R.Q. c. 124, art. 9(b), 26(a) et 14 (conversions d'actions ordinaires en actions privilégiées).

^{127a} *Supra*, n. 7, art. 20(i), 52; l'art. 20(i) a été ajouté en 1971, Bill 63.

^{127b} Voir par exemple la *Loi ontarienne des valeurs mobilières de 1966*, *supra*, n. 22.

¹²⁸ Voir *supra*, sous l'art. 50.

La loi elle-même vient à la rescousse des parties qui auraient pu assumer unilatéralement cette permission ou exemption, et l'article 93 de la loi des renseignements sur les compagnies,¹²⁰ permet à la commission d'accorder l'enregistrement pour valoir comme s'il avait été octroyé au temps de la vente ou disposition des valeurs. Pourvu toutefois que la compagnie soit de bonne foi et qu'elle ait une excuse jugée acceptable par la commission: le texte de l'art. 93 a été modifié en 1971.

Plusieurs lois provinciales prévoient en outre une exemption d'enregistrement à l'égard d'émissions de valeurs achetées par des investisseurs «sophistiqués». Ces personnes peuvent alors demander à la commission locale d'être reconnues comme des «acheteurs exemptés», et dès lors bénéficier de l'exemption.^{120a}

La loi québécoise permet d'arriver au même résultat par un autre moyen. En effet, le pouvoir accordé à la commission des valeurs mobilières d'accorder une exemption en vertu de l'article 50 sert les mêmes fins: si la commission est satisfaite de ce que les acheteurs des valeurs sont tous des personnes qualifiées qui peuvent se dispenser d'un prospectus, elle exercera sa discrétion d'exemption en leur faveur. Ce mécanisme lui permet d'étudier chacune des demandes séparément et de ne pas être lié par une espèce d'abonnement à l'exemption. La modification apportée à l'art. 20(g) permettant l'exemption d'émissions par des institutions ou compagnies désignées par la commission permettra ainsi plus de souplesse en ce domaine.

3.3.2. *Exemption d'enregistrement des valeurs*

(aa) *Exemption des valeurs cotées en bourse*

Cette exemption s'applique au fait tant aux émetteurs qu'aux valeurs elles-mêmes: voir l'exemption (o) *supra*. Voir également les exemptions mentionnées sous le paragraphe précédent (3.3.1.) et qui visent tant les personnes que les valeurs.

(bb) *Exemption d'enregistrement pour la vente de valeurs visées par l'article 50 de la loi des valeurs mobilières.*¹³⁰

La commission peut, dans les cas où elle le juge à propos, accorder une exemption d'enregistrement pour la vente de

¹²⁰ *Supra*, n. 8.

^{120a} *Loi ontarienne de 1966, supra*, n. 22, art. 19 et 41.

¹³⁰ *Supra*, n. 7.

valeurs visées à l'article 50. Il s'agit alors d'une question de circonstances dont nous avons déjà traité lors de l'analyse du mot «public» dans la définition de l'article 50 (*supra*) et à l'occasion des exemptions du paragraphe précédent (*supra*).

Cette discrétion de la commission s'exerce donc principalement lorsqu'elle est convaincue que l'émission de valeurs ne s'adresse qu'à un groupe très restreint de personnes, et surtout de personnes avisées et peu susceptibles de requérir un prospectus: ce sera le cas d'un financement privé auprès d'institutions financières, par exemple. La décision est dans chaque cas prise au mérite.

3.4. *Distribution et vente des valeurs mobilières*

Une fois les enregistrements complétés, les permis attribués et les exemptions accordées, les valeurs peuvent maintenant être distribuées et vendues. Plusieurs dispositions de la loi reçoivent alors application, comme celle de l'article 50 paragraphe 8 qui requiert le courtier de donner avis écrit à la commission avant de vendre ou distribuer dans le public une émission visée par l'article 50. L'énoncé de politique no 6 (9 mars 1970 — Québec) ¹³¹ complète cette disposition, en requérant des rapports additionnels de ces courtiers sur les modalités et le progrès de la distribution.

L'énoncé de politique no 5 ¹³² (révisé au 3 septembre 1970) vise la distribution d'actions non cotées en bourse. Une procédure assez élaborée a été mise sur pied pour faire en sorte que toutes les transactions relatives à des actions hors-cote (non cotées en bourse) entre des personnes ou des compagnies enregistrées comme courtiers dans la province de Québec ou entre ces courtiers et leurs clients dans la province doivent être rapportées à la Chambre de compensation des Bourses. Ce mécanisme a pour but de rendre accessible au public le prix le plus haut, le prix le plus bas et le volume des transactions. Les rapports de compensation doivent être rédigés quotidiennement et inclure toutes les actions transigées, et non pas les seuls surplus (achats moins ventes) des courtiers.

La commission des valeurs mobilières exerce aussi un rôle sur le marché secondaire des valeurs de par sa fonction principale de contrôle et de surveillance du commerce des valeurs. Par rapport aux valeurs elles-mêmes (nous reviendrons sur le cas des personnes)

¹³¹ *Supra*, n. 39a, 66-017.

¹³² *Ibid.*, 66-016.

la commission exerce un droit de contrôle sur les Bourses, et peut ordonner la suspension du commerce par rapport à toute valeur transigée. La commission n'a pas pour pratique, du moins pour l'instant, de surveiller les compagnies émettrices une fois qu'elles ont passé le stade de la première distribution au public, c'est-à-dire après l'approbation du prospectus.

L'avenir réserve cependant de sérieux développements dans ce domaine et les commissions ont manifesté plusieurs signes d'intérêt dans le marché secondaire. L'énoncé de politique no 5, *supra*, en est un exemple. La collaboration de plus en plus étroite entre la commission et les Bourses et entre les diverses commissions provinciales en est un autre.

4. *Sanctions en vertu de la loi des valeurs mobilières; la notion d'acte frauduleux*

La commission des valeurs mobilières dispose de pouvoirs d'enquête assez détaillés dans l'exercice de ses fonctions. Etant donné la similarité entre ces pouvoirs et ceux d'autres organismes semblables, nous allons nous attarder plutôt aux sanctions que peut imposer la commission et à la notion d'acte frauduleux telle que définie par la loi des valeurs mobilières. Les pouvoirs d'enquête et les modalités d'exercice sont édictés aux articles 36 à 48 de la loi des valeurs mobilières.¹³³

4.1. *Sanctions*

Les sanctions que peut imposer la commission des valeurs mobilières du Québec sont prévues aux articles 24 et 25 de la loi (1964 S.R.Q. c. 274). Ces dispositions décrivent les pouvoirs discrétionnaires de la commission en tant qu'organe administratif.

La discrétion de la commission est assez considérable et peu de critères sont fournis pour en guider l'application.

L'octroi des enregistrements prévus par la loi, tant des personnes que des valeurs, relève de la commission. Certaines exemptions sont automatiques, mais plusieurs exemptions d'enregistrement sont également soumises à la discrétion de la commission. La commission peut, d'après l'article 24, en exerçant sa discrétion, accorder, refuser, suspendre, révoquer ou remettre en vigueur les enregistrements prévus. Elle peut aussi donner un avis public de ses décisions lorsqu'elle le considère opportun.

¹³³ *Supra*, n. 7 *cf.* enquêtes, comparution de témoins, saisies de biens et autres procédures analogues. Voir la *Loi des commissions d'enquêtes*, 1964 S.R.Q. c. 11, pour le fonds du droit.

Le critère le plus absolu d'exercice des pouvoirs d'enregistrement se retrouve à l'article 24, qui édicte que la commission ne peut accorder aucun enregistrement à un requérant qui n'est pas dans les conditions requises par les règlements pour l'obtenir. Lorsqu'elle accorde un enregistrement, la commission peut, (i) dans le cas d'enregistrement des personnes, les accorder pour une période moindre qu'un an ou pour ne prendre effet qu'à une date déterminée ou pour une période d'un an n'expirant qu'après le trente avril,¹³⁴ ou encore en restreindre l'exercice au commerce de certaines valeurs ou catégories de valeurs,¹³⁵ et (ii) dans le cas d'enregistrement des valeurs, soumettre l'octroi de sa permission aux «conditions qu'elle détermine».¹³⁶ Dans les deux cas la commission peut révoquer ces enregistrements lorsqu'elle le juge à propos.¹³⁷

La commission peut enfin, en tout temps, et même après l'octroi d'une permission en vertu de l'article 50 de la loi ci-haut mentionnée, émettre un ordre, en vertu d'article 63, d'interdiction à un courtier, vendeur, émetteur ou autre personne, enregistré ou non, de faire le commerce des valeurs mobilières qu'elle détermine. Ce pouvoir est donné pour permettre à la commission de procéder à des enquêtes et d'agir rapidement au cas où l'intérêt public le requerrait. Le recours de l'article 63 n'empêche en rien le recours en injonction du droit commun.

Les sanctions que peut imposer la commission des valeurs mobilières se limitent à celles que nous avons énumérées, soit le refus, la suspension, la restriction ou la révocation d'un enregistrement, soit de personnes, soit de valeurs. Toutes autres sanctions doivent être imposées par le moyen des tribunaux de droit commun, au cas de fraude ou d'actes criminels, par exemple; l'art. 90 prévoit cependant le recouvrement des frais de procureurs, comptables et experts engagés par la commission au cours d'une poursuite; la commission ne peut imposer de peines autres que celles prévues, mais peut recommander la poursuite de personnes par le ministère public.¹³⁸ La commission procède à ses propres enquêtes, en collaboration avec le ministère de la justice et aux forces de l'ordre. La commis-

¹³⁴ *Loi des valeurs mobilières*, *supra*, n. 7, art. 25(a)(b) et (c).

¹³⁵ *Ibid.*, art. 26.

¹³⁶ *Ibid.*, art. 50 par. 6.

¹³⁷ *Ibid.*, art. 25(a) - personnes; art. 50(7) - valeur; art. 24 et suivants - exiger des cautionnements ou poser d'autres conditions.

¹³⁸ Voir *supra*, quant à la constitution de la commission à la question des brefs de prérogative, aux discussions préalables, aux comparutions et ou (non) droit d'appel des décisions de la commission.

sion québécoise jouit d'une excellente réputation dans le domaine des enquêtes, pour son impartialité et son exactitude.

La loi, amendée en 1971, fixe à deux ans, à compter du jour où l'infraction est portée à la connaissance du directeur général, le délai de prescription concernant les poursuites à être intentées sur infraction.

L'amendement de 1971 contient en outre une innovation concernant les compagnies et leurs dirigeants. Au cas de manoeuvres douteuses et autres refus de la part de conseils d'administration, en tout ou en partie, ou de la part des officiers d'une compagnie, s'il peut en résulter une dépréciation de la valeur des titres émis par la compagnie, la commission peut alors suspendre les administrateurs et nommer un administrateur *ad hoc*, aux termes de l'article 94. Ces pouvoirs de la commission peuvent être exercés en tout temps lorsqu'elle juge que les détenteurs de valeurs doivent être protégés. Les intéressés peuvent faire valoir leur point de vue, mais peuvent, sur rapport de l'administrateur, être déchus de leur fonction. Les sanctions comprennent en outre la liquidation de la corporation.

L'amendement de 1971 ajoute enfin l'article 95 qui prévoit que la personne ou compagnie qui refuse de se conformer à une décision ou ordonnance de la commission ou du directeur général édictée en vertu de la loi ou des règlements commet une infraction.

4.2. *Notion d'acte frauduleux*

Le commerce des valeurs mobilières a donné lieu, et de tout temps, à des tentatives de fraude, sans doute à cause de la crédulité des gens et à la facilité qu'il peut y avoir de faire des fausses représentations lorsque l'on transige avec des bouts de papier qui n'ont qu'une valeur symbolique et que le profit escompté est souvent une question d'espoir reposant sur des gains futurs et aléatoires de compagnies avec lesquelles on n'a aucun contact. Les dispositions sur la fraude sont de deux espèces: certaines sont contenues dans le code criminel, d'autres dans la loi des valeurs mobilières.¹³⁹ Ce sont les dernières qui nous préoccupent ici; parmi elles, on peut encore distinguer entre la fraude vue d'un point de vue pénal et la fraude vue d'un point de vue civil.

L'article 35 de la loi¹⁴⁰ contient une série de définitions d'actes et de faits qui constituent un acte frauduleux. Ce sont:

¹³⁹ *Supra*, n. 7, art. 35.

¹⁴⁰ *Ibid.*

- a) les fausses représentations et les omissions relatives à un fait important;
- b) les promesses qui dépassent les prévisions raisonnables et ne sont pas faites de bonne foi;
- c) le commerce fictif ou simulé de valeurs mobilières;
- d) l'obtention (y compris la tentative) de commissions, honoraires ou profits incompatibles avec les usages du commerce, les méthodes d'affaires reconnues ou le développement sain du commerce ou autre activité économique;
- e) la promesse de rachat ou de remboursement des valeurs sauf si tel est le cas en vertu du droit des compagnies;
- f) la promesse faite, sans excuse raisonnable, qu'une valeur sera cotée en bourse;
- g) le fait, lors d'une transaction spéculative dangereusement risquée, d'abuser de la crédulité, de l'ignorance, de la faiblesse ou de l'inexpérience notoire des affaires d'une personne incapable de juger du risque inhérent à la transaction, et de lui causer ainsi un préjudice grave (c'est-à-dire d'entrer dans un contrat lésionnaire; voir l'article 60 quant au recours en rescision de la partie qui subit le préjudice);
- h) la fausse déclaration intentionnelle ayant trait à un fait important dans une demande d'enregistrement ou dans des renseignements ou prospectus (dans le dernier cas si l'information est destinée au public);
- i) en général tout moyen (artifice, marché, stratagème, prospectus *et al.*) employé pour obtenir de l'argent, des profits ou des biens par l'un des moyens visés à l'article 35 ou quelque autre moyen illégal;
- j) l'acte ou omission ayant trait au commerce des valeurs et qualifié d'acte frauduleux par les règlements.

L'article 84 complète l'article 35 en indiquant les peines auxquelles doivent être condamnées les personnes trouvées coupables d'actes frauduleux ou d'infractions non punissables en vertu du Code criminel.

Les principales difficultés qui résultent de la mise en application de l'article 35 en sont de preuve: témoin, les manques de jurisprudence disponible sous l'effet de cet article. Les dispositions de l'article 35 définissent les actes ou faits comme des «actes frauduleux», et non comme des «actes criminels», lesquels tomberaient évidemment sous le coup du Code criminel et de la juridiction fédérale. L'article 35, qui s'apparente d'assez près aux dispositions

des autres provinces, vise à compléter le Code criminel en matière de valeurs mobilières; il faudra, pour son interprétation d'un point de vue constitutionnel, le rapprocher des autres lois provinciales qui définissent et régissent les actes frauduleux. La question peut se poser de savoir s'il s'agit de dispositions nettement *ultra vires* ou simplement rendues inopérantes dans certains cas vu la présence d'une législation fédérale concurrente. La carence jurisprudentielle au Québec ne nous aide pas en ce domaine.¹⁴¹ Certaines lois, comme celle de l'Ontario,^{141a} ont réduit le contenu de la définition d'acte frauduleux dans le but d'éviter le double emploi avec la législation fédérale.

Plus récemment, les lois de certaines provinces, dont l'Ontario, et la loi canadienne relative aux corporations ont subi des modifications qui permettront de réglementer de plus près les opérations conduites par les dirigeants (*insider trading*) et les profits indus réalisés lors du commerce de valeurs mobilières. La loi des valeurs mobilières du Québec a été modifiée à cet effet en 1971, mais cette modification se situe au niveau du pouvoir de faire des règlements et non pas à celui du droit substantif. L'article 83(j), de droit nouveau, énonce conséquemment que le lieutenant gouverneur en conseil peut par règlement, définir et réglementer les transactions ou activités des dirigeants ou initiés (*Insider trading*), des offres visant la prise de contrôle (*Take-over Bids*) de la sollicitation de procurations (*Proxy Solicitation*) et de la divulgation d'informations financières (*Corporate disclosure*). Le problème restera encore entier jusqu'à l'adoption de ces règlements. L'on peut par ailleurs se demander si une partie aussi importante du droit des compagnies et des valeurs mobilières mérite un traitement plus noble qu'une simple réglementation, et l'on serait en droit de s'attendre à ce que les dispositions portant sur ces sujets soient contenues dans la loi elle-même. Il eut d'ailleurs été facile en ce domaine d'emprunter aux lois ontariennes ou canadiennes, quitte à reviser ou à adapter cet emprunt, le cas échéant.

Quant à l'article 35 de la loi des valeurs mobilières du Québec, il semble bien que ses termes soient par trop généraux pour permettre une réglementation stricte de la fraude en matière de commerce des valeurs. En pratique, ou bien les parties plaident coupable

¹⁴¹ Quant aux autres provinces, voir Williamson, *supra*, n. 45, ch. VI pp. 182 *et seq.* remplacé par le supplément, *supra*, n. 45, ch. VI pp. 202 *et seq.*; voir spécialement la p. 208. *Lynban v. Mayland* [1932] A.C. 318; Lederman, W.R., "The Concurrent Operation of Federal and Provincial Laws in Canada," (1963), 9 McGill L.J. 185.

^{141a} *Supra*, n. 22.

bles à l'accusation d'acte frauduleux portée contre eux, et il n'y aura pas alors de jurisprudence disponible sur l'interprétation de l'article 35 et l'étendue de la notion d'acte frauduleux, ou bien la commission ou le ministère public ne croit pas devoir entreprendre une preuve sous cet article, étant donné les difficultés d'ordre constitutionnel et celles relatives à la détermination de l'application de l'article 35 aux faits de la cause.

En effet, si l'on reprend les éléments de l'article 35, on s'aperçoit que cette preuve n'est pas aisée. Sous l'article 35 a), par exemple, il faudra prouver (i) qu'il y a eu «fausse représentation», bien que la loi ne précise pas à l'égard de qui ni en quelle occasion cette fausse représentation est faite, (ii) qu'elle a été «faite intentionnellement», ce qui relève très intimement des faits, du comportement et de l'intention de la personne, (iii) qu'elle a été faite à l'occasion d'un «commerce de valeurs mobilières», ce qui peut être difficile au cas de transaction isolée par un particulier, (iv) qu'elle porte sur un «fait important» (encore là une question de circonstances) et enfin qu'elle porte sur un fait passé ou actuel ou qu'il s'agit de l'omission de faire une telle représentation.

A l'article 35 b), l'on retrouve la mention de «prévisions raisonnables», ce qui dépend encore des parties en cause et de la nature des valeurs ou de la compagnie à laquelle se rattachent ces valeurs ou encore du commerce ou de l'économie en général.

A l'article 35 d), l'on retrouve la notion (i) de «commerce des valeurs mobilières» (voir sous l'article 35 a), (ii) d'«obtention directe ou indirecte de commissions, honoraires et profits bruts», (iii) de «profits bruts» que l'on devra évaluer selon les circonstances particulières, le genre d'entreprise, la nature du risque, la spéculation encore que la loi ne détermine pas le critère d'interprétation (économique, objectif, équitable?), (iv) de profits bruts «incompatibles» avec (iv a) les «usages du commerce» (iv b) les «méthodes d'affaires généralement reconnues comme équitables» ou (iv c) «un développement sain du commerce, de l'industrie, des ressources naturelles ou de toute autre branche de l'activité économique».

De plus, même s'il était possible de faire la preuve des poursuites intentées en vertu de l'article 35, l'article 84 présente une difficulté additionnelle. En effet, cet article débute comme suit: «Toute personne trouvée coupable d'une infraction à une disposition de la présente loi ou des règlements, ou d'un acte frauduleux *non punissable* en vertu du Code criminel du Canada, doit être condamnée...». Or, dans plusieurs cas, la clause pénale a été rejetée devant les tribunaux par suite d'un plaidoyer à l'effet que les actes répréhensibles

étaient des actes frauduleux *punissables* en vertu du Code criminel et que donc l'article 84 ne pouvait recevoir application.

En pratique, la commission préfère souvent, pour toutes ces raisons, faire la preuve qu'un commerce de valeurs mobilières a été fait en violation de l'article 16, entre autres (enregistrement des émetteurs, courtiers, souscripteurs, conseillers financiers et vendeurs) plutôt que d'entreprendre une preuve sous l'article 35. Évidemment, cette preuve n'est pas toujours impossible, et plusieurs condamnations ont été obtenues sous l'article 35 e) (promesse de rachat), 35 a) (fausses représentations quant à un fait important) et 35 b) (promesse dépassant les prévisions raisonnables), entre autres.

Il apparaît clairement toutefois que l'article 35 se présente comme le délice de l'avocat de la défense et que la preuve à faire s'avère «éléphantesque». Il est présentement une cause *sub judice* — *Sa Majesté la reine v. Littler*,¹⁴² communément connus sous le nom d'affaire *Lowneys* dans laquelle le ministère public présente une preuve d'acte frauduleux sous les articles 35 a) et 35 d): il nous faudra attendre le résultat de cette affaire pour soumettre de plus amples commentaires sur le sujet. L'on notera que cette poursuite pénale se double d'une action civile en dommages intérêts relatifs à la perte de profits à la suite d'une prise de contrôle de la compagnie.¹⁴³

L'importante question des recours civils en dommages par suite de manquements aux obligations des personnes en vertu de la loi des valeurs mobilières pourrait faire l'objet d'une étude complète que le temps nous empêche d'aborder dans le cadre de la présente analyse des dispositions visant l'enregistrement des personnes et des valeurs mobilières.

En guise de conclusion, nous pouvons nous réjouir des attitudes prises récemment par la commission des valeurs mobilières du Québec. Elle a commencé à remédier à la lacune que les praticiens lui reprochaient le plus, soit l'absence de normes écrites et précises guidant l'application de la loi et de la discrétion de la commission. Les ententes interprovinciales et l'élaboration d'une politique nationale efficace sont aussi extrêmement bienvenues. Il est à souhaiter que dans un avenir prochain la commission québécoise puisse se doter de tout le personnel qu'elle requiert dans l'exécution de ses fonctions et que le législateur procède à la révision de la loi des

¹⁴² Cour des sessions de la paix, Montréal, no 580-69; cette cause a été retardée par suite du décès du juge qui l'avait entendue.

¹⁴³ *Commercial Trust Co. Ltd. v. Littler et al.*, Montréal, n. 757, 251.

valeurs mobilières et de la loi des compagnies. En pratique, cette revision pourrait s'inspirer fortement de la loi des valeurs mobilières de l'Ontario d'une part et de la toute récente réforme de la loi fédérale des compagnies, qui doit être présentée sous forme de projet dans les toutes prochaines semaines.

Le comité gouvernemental chargé de l'étude sur l'industrie des valeurs mobilières au Québec a soumis son rapport préliminaire le 8 septembre 1971. Le rapport préconise une amélioration du commerce des valeurs mobilières au Québec en donnant une place prépondérante aux maisons québécoises, en facilitant un meilleur accès aux sources de capital et en favorisant une plus grande concurrence dans cette industrie. Le rapport confirme l'attitude de la commission en approuvant l'accès de maisons étrangères au marché québécois selon les normes établies par la commission «pour mieux servir les intérêts du Québec». Cette orientation ne pourra réaliser encore mieux par l'adoption d'une loi «moderne» des valeurs mobilières au Québec.
