

EYB2016REP2056

Repères, Octobre, 2016

AndréAnne FORTIN *, Caroline LAROUCHE * et Sophie MELCHERS *

Chronique – La preuve en matière de délits d'initié devant les tribunaux administratifs spécialisés à la lumière des développements jurisprudentiels récents

Indexation

VALEURS MOBILIÈRES ; TRIBUNAL ADMINISTRATIF DES MARCHÉS FINANCIERS ; INTERDICTIONS ET DISPOSITIONS PÉNALES ; DÉLIT D'INITIÉ

TABLE DES MATIÈRES

[I– INTRODUCTION](#)

[II– PRINCIPES DE DROIT APPLICABLES](#)

[A. Cadre législatif](#)

[B. Fardeau de preuve dans le cadre de procédures administratives devant un tribunal spécialisé](#)

[C. Preuve circonstancielle](#)

[D. Inférences permises par opposition à spéculation interdite](#)

[II– Analyse des décisions récentes en matière de délits d'initiés](#)

[A. Walton](#)

[1. Résumé des faits](#)

[2. Analyse](#)

[a\) Encouragement de Bert Holtby envers Landsiedel et opérations d'initié de Landsiedel](#)

[b\) Tuyautage de Richard Kowalchuk à l'égard de Randall Kowalchuk et opérations d'initié de Randall Kowalchuk](#)

[c\) Tuyautage de Dale Holtby à l'égard de Shepert et opérations d'initié de Shepert](#)

[d\) Tuyautage de Holtby à l'égard de Burdeyney, opérations d'initié de Burdeyney et tuyautage de Burdeyney à l'égard de Gayle Walton](#)

[e\) Encouragement de Gayle Walton à l'égard de Thane Walton](#)

[3. Observations](#)

[B. Azeff](#)

[1. Résumé des faits](#)

[2. Analyse](#)

[a\) Transaction Masonite International Corporation](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[b\) Transaction Mobile Data Solutions Inc.](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[c\) Transaction Placer Dome Inc.](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[d\) Transaction Dynatec Corporation](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[e\) Transaction Legacy Hotels](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[f\) Transaction IPC US REIT](#)

[i\) Faits](#)

[ii\) Analyse de la CVMO](#)

[3. Observations](#)

[C. Pharand](#)

[1. Résumé des faits](#)

[2. Analyse](#)

[3. Observations](#)

[D. Bertrand](#)

[1. Résumé des faits](#)

[2. Analyse](#)

[3. Observations](#)

[E. Donald](#)

[1. Résumé des faits](#)

[2. Analyse](#)

[a\) Infraction de délit d'initié](#)

[b\) Conduite contraire à l'intérêt public](#)

[3. Observations](#)

[CONCLUSION](#)

Résumé

Les auteurs analysent quelques décisions clés rendues récemment par les tribunaux administratifs spécialisés en matière de valeurs mobilières, soit le Tribunal administratif des marchés financiers (le TMF) (anciennement appelé le Bureau de décision et de révision (le Bureau)) au Québec et les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario (la CVMO) et de l'Alberta (la CVMA), de même que les tribunaux supérieurs siégeant en révision ou en appel de ces tribunaux administratifs spécialisés, afin d'identifier quelle preuve est jugée suffisante ou non pour conclure à une contravention de la législation applicable.

I- INTRODUCTION

Les délits d'initié ont fait couler beaucoup d'encre au cours des dernières années, notamment en ce qui concerne la preuve requise des autorités réglementaires pour établir, par prépondérance des probabilités, la contravention aux lois applicables devant les tribunaux administratifs spécialisés en la matière.

Rares sont les intimés à une procédure administrative visant à établir un délit d'initié qui admettront avoir contrevenu à la loi, que ce soit par la réalisation d'une opération sur les titres d'un émetteur assujéti lorsqu'en possession d'une information privilégiée ou par la communication d'une information privilégiée relative à un émetteur. Il en découle presque inévitablement que la preuve des autorités réglementaires repose sur de la preuve circonstancielle, laquelle peut, dans certaines circonstances, permettre des inférences.

Dans le présent article, nous présenterons une analyse de plusieurs décisions clés rendues récemment par les tribunaux administratifs spécialisés en matière de valeurs mobilières, soit le TMF (anciennement le Bureau) au Québec et les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario (la CVMO) et de l'Alberta (la CVMA), de même que les tribunaux supérieurs siégeant en révision ou en appel de ces tribunaux administratifs spécialisés, afin d'identifier quelle preuve est jugée suffisante ou non pour conclure à une contravention de la législation applicable.

Insider trading has been a very topical issue in recent years, with much of the discussion revolving around the evidence that regulatory authorities must produce before tribunals with jurisdiction in such matters in order to prove an offence under securities laws on a preponderance of the evidence.

Very few of those accused of insider trading ever admit to having committed an offence either by using privileged information to trade in securities of a reporting issuer themselves or by tipping off others. Therefore, the evidence produced by the regulatory authorities is almost always circumstantial, allowing inferences to be made about the conduct of the accused under some circumstances.

In this article, we analyze a number of recent key decisions of courts and tribunals that hear securities matters, such as the TMF (formerly known as the Bureau de décision et de révision) in Quebec, the Ontario and Alberta Securities Commissions (the OSC and the ASC) and superior courts that have reviewed or heard appeals from such tribunals, in order to ascertain what constitutes sufficient or insufficient evidence that an offence has been committed.

II- PRINCIPES DE DROIT APPLICABLES

A. Cadre législatif

Les diverses lois sur les valeurs mobilières au Canada prévoient des interdictions et des sanctions en matière de délits d'initié. Bien que la majorité de ces lois soient de compétence provinciale¹ et qu'elles présentent certaines divergences selon la province canadienne en cause, elles prévoient de façon générale deux interdictions distinctes en matière de délits d'initié :

- Opération/transaction d'initié :
 - Au Québec : il est interdit à tout initié à l'égard d'un émetteur assujéti qui dispose d'une information privilégiée liée aux titres de cet émetteur de réaliser une opération sur ces titres² ;
 - Ailleurs au Canada : Il est interdit à toute personne ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujéti d'acheter ou de vendre des titres de l'émetteur assujéti si elle est en connaissance d'un fait pertinent ou d'un changement important, inconnu du public, le concernant³.
- Tuyautage :
 - Au Québec : il est interdit à tout initié à l'égard d'un émetteur assujéti qui dispose d'une information privilégiée liée aux titres de cet émetteur de communiquer cette information ou de recommander à une personne d'effectuer une opération sur les titres de l'émetteur sauf (i) s'il est fondé à croire l'information connue du public ou de l'autre partie ou (ii) s'il doit communiquer l'information dans le cours des affaires, rien ne le fondant à croire qu'elle sera exploitée ou communiquée en contravention de la LVMQ⁴ ;
 - Ailleurs au Canada : il est interdit à tout émetteur ou à toute personne ayant des rapports particuliers avec un émetteur d'informer une autre personne d'un fait pertinent ou d'un changement important concernant cet émetteur avant que ce fait pertinent ou changement important ait été divulgué au public, sauf dans le cours normal de ses activités commerciales⁵.

Lorsqu'une autorité réglementaire considère qu'il y a eu contravention à la loi, elle a la discrétion d'intenter, contre les présumés contrevenants, un recours pénal devant les tribunaux de droit commun ou un recours administratif devant un tribunal spécialisé en matière de valeurs mobilières. Le fardeau de preuve varie selon le type de recours que choisit l'autorité réglementaire. Dans le présent article, nous analyserons certaines décisions des tribunaux administratifs spécialisés en valeurs mobilières, soit le Bureau au Québec, la CVMO en Ontario, la CVMA en Alberta, et des tribunaux supérieurs siégeant en révision ou en appel de ces tribunaux administratifs spécialisés.

Les lois sur les valeurs mobilières applicables dans chacune de ces provinces et sur lesquelles les décisions en cause sont fondées sont les suivantes : la LVMQ⁶, la LVMO⁷ et la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Alberta (LVMA)⁸.

B. Fardeau de preuve dans le cadre de procédures administratives devant un tribunal spécialisé

Dans le cadre de procédures administratives intentées auprès d'un tribunal administratif spécialisé en matière de valeurs mobilières, comme devant tout autre tribunal, l'autorité réglementaire poursuivante doit se décharger de son fardeau de preuve d'établir les éléments de l'infraction. Le fardeau de preuve applicable dans le cadre de telles procédures administratives est celui de la prépondérance des probabilités⁹.

Selon la Cour suprême, dans *F.H. c. McDougall*¹⁰, décision de principe sur le fardeau de preuve de la balance des probabilités, reprise dans plusieurs décisions très récentes en matière de valeurs mobilières¹¹, « la preuve doit toujours être claire et convaincante pour satisfaire aux critères de la prépondérance des probabilités ».

Dans *Walton*¹², la Cour d'appel de l'Alberta explique la raison d'être d'une telle exigence :

[18] The Commission concluded (reasons, paras. 453 5) that the charges against the appellants had to be proven on a balance of probabilities, based on clear, convincing and cogent evidence. The Commission set this high standard with good reason, because as the Commission has recognized, a finding of a breach of the Act can have a severe impact on the careers of those involved, and can result in significant penalties. The Commission was entitled to set those evidentiary

standards for itself, and its findings should be measured against them. [Nous soulignons]

Dans l'affaire *Keith, Re* ¹³, la CVMA écrit que ce fardeau de preuve est évidemment moins contraignant que le fardeau « hors de tout doute raisonnable » du droit criminel. Bien que le fardeau de la prépondérance des probabilités n'exige pas que l'autorité réglementaire démontre que le scénario mis de l'avant par celle-ci soit le seul plausible, elle doit convaincre le tribunal que son scénario est plus probable que moins :

[44] The standard [of « balance of probabilities »] does not require certainty, and the threshold is less than the « beyond reasonable doubt » standard of criminal-law cases. We concur with Staff that it is unnecessary for them to establish that a scenario they allege is the only plausible one ; rather, to succeed, it suffices that we are persuaded that the posited scenario is more probable than not.

[45] That said, were we to discern more than one scenario to be reasonably plausible, this could – and perhaps inevitably would – affect our assessment of the probability of the scenario posited by Staff.

C. Preuve circonstancielle

Tel que nous l'avons mentionné précédemment, il arrive plutôt rarement que l'autorité réglementaire dispose d'une preuve directe d'une contravention à la loi ; la plupart du temps, c'est à l'aide de preuve circonstancielle qu'elle se déchargera de son fardeau. Ainsi, comme s'exprimait la CVMA dans la décision *Azeff*, discutée en détail ci-dessous :

[47] [...] Insider trading and tipping cases are established by a mosaic of circumstantial evidence which, when considered as a whole, leads to the inference that it is more likely than not that the trader, tipper or tippee possessed or communicated material non-public information. ¹⁴

- Parmi les éléments de preuve circonstancielle pouvant être considérés comme des indices d'un délit d'initié, notons :
- Un comportement transactionnel inhabituel, incluant un tout premier achat de titres d'un émetteur par un investisseur, de façon coïncidente à une occasion lors de laquelle cet investisseur aurait pu recevoir des informations privilégiées ;
- L'opportunisme d'une opération sur le titre d'un émetteur en lien avec le moment d'une annonce par cet émetteur ; et
- Une opération qui représente un pourcentage significatif du portefeuille d'un investisseur.

D. Inférences permises par opposition à spéculation interdite

Lorsqu'aux prises avec de la preuve circonstancielle, il importe de bien distinguer une inférence pouvant légalement et légitimement être tirée de cette preuve circonstancielle et de la spéculation, puisque la première est permise alors que la seconde ne l'est pas ¹⁵. Dans *Alberta Union of Provincial Employees v. Alberta* ¹⁶, la Cour d'appel de l'Alberta explique la différence entre les deux comme suit :

37 There is a legal distinction between speculation and drawing inferences from the circumstantial and direct evidence on the record. The trier of fact is permitted to do the latter, but not the former. The standard of review for the drawing of inferences is deferential. Inferences drawn from the facts are reviewed for reasonableness, or palpable and overriding error. If the inference drawn is reasonable, a reviewing court should not intervene just because other inferences (even arguably better inferences) could also have been drawn : *H.L. v. Canada (Attorney General)*, 2005 SCC 25, [2005] 1 S.C.R. 401 at para. 74.

38 For these purposes, « speculation » can therefore be described as the drawing of an inference in the absence of any evidence to support that inference, or in situations where there is no « air of reality » to the inference : [références omises]

Dans *Walton*, la Cour d'appel de l'Alberta reprend la conclusion de la CVMA en première instance qui résumait ainsi le principe applicable :

[473] [...] [W]hen drawing an inference from circumstantial evidence, we must ensure that the inference is grounded on proved, not hypothetical or assumed, facts and is a reasonable one – one drawn using common sense, human experience and logic having considered the totality of the evidence and any competing inferences. ¹⁷

et l'illustre de manière imagée :

[28] The process of drawing inferences from facts established by the evidence is not without limits. As was said in *R. V. Cavanagh*, 2013 ONSC 5757 at para. 74 : « [...] there comes a time when the underlying facts may be so remote that there are just too many steps or leaps in the chain of reasoning to say that a particular inference can be reasonably drawn ». As is discussed *infra*, paras. 31-4, proof of opportunity or motive is of limited value in drawing inferences. Phraseology in the reasons such as « it would not have been unreasonable », « could be » or « might have » cause concern, as they are more indicative of speculation than inferences. The syllogism « it would not have been unreasonable », with its double negative, particularly invites speculation, or a reversal of the burden of proof, or both. It is one thing to reason : « Where there is smoke, there is likely fire », but quite another thing to reason : « There was no smoke, but it would not have been unreasonable for there to be smoke, therefore there might have been fire as well ».

II- Analyse des décisions récentes en matière de délits d'initiés

Nous analyserons maintenant cinq décisions récentes en matière de délits d'initié qui contiennent des enseignements d'importance, notamment eu égard à la preuve jugée suffisante, ou non, pour conclure à une contravention de la loi. Il s'agit de *Walton* ; *Azeff* ; *AMF c. Pharand* ¹⁸ ; *AMF c. Bertrand* ¹⁹, et *Donald (Re)* ²⁰. Pour chacune d'elles, nous présenterons sommairement les faits saillants, décrirons l'analyse du tribunal et offrirons quelques observations en découlant.

A. *Walton*

1. Résumé des faits

Vers la fin de 2008, Clean Harbors, une société fournissant des services en gestion environnementale de matières résiduelles dangereuses, commence à s'intéresser à Eveready, une société opérant dans les secteurs industriel et pétrolier, en tant que cible d'acquisition potentielle. Beaucoup d'analystes, durant cette période, sont d'avis que le titre d'Eveready est sous évalué. Il est aussi généralement connu du public qu'Eveready est sous évaluée, que la société représente une bonne opportunité d'investissement et qu'elle est susceptible d'être une cible d'acquisition (de manière générale, sans détail spécifique sur l'identité des potentiels acquéreurs).

La CVMA détermine qu'une acquisition potentielle d'Eveready par Clean Harbors est devenue un « material fact », au sens de la LVMA, au plus tard le 26 janvier 2009, date à laquelle le président-directeur général d'Eveready informe les administrateurs du fait que dans la prochaine semaine, une lettre d'intention serait reçue de Clean Harbors, qu'une entente de confidentialité avait été convenue en lien avec la possible acquisition et que la vérification diligente préliminaire y reliée commencerait sous peu.

Le 12 mars 2009, les états financiers vérifiés d'Eveready pour l'année 2008 sont publiés et génèrent un sentiment d'optimisme chez de nombreux analystes financiers. Un

communiqué de presse est publié par Eveready le 29 avril 2009 annonçant son acquisition par Clean Harbors.

En première instance, la CVMA conclut que six des neuf intimés ont contrevenu à diverses dispositions de la LVMA, incluant celles relatives aux délits d'initié²¹. La CVMA détermine que la preuve est insuffisante pour conclure à des contraventions par les trois autres intimés, Eric Jacshke, Kenneth Landsiedel (Landsiedel) et Neil Tanner.

Cinq des six intimés à l'égard desquels la CVMA conclut à des contraventions de la LVMA, soit Gayle Marie Walton (Gayle Walton), John Herbert Holtby (Holtby), Kenneth Michael Burdeyney (Burdeyney), Randall George Kowalchuk (Randall Kowalchuk) et John Jacob Shepert (Shepert), portent la décision en appel devant la Cour d'appel de l'Alberta, donnant lieu à la décision faisant l'objet de la présente analyse. La Cour suprême du Canada ayant refusé la permission d'appeler, l'arrêt de la Cour d'appel de l'Alberta est final.

2. Analyse

La Cour d'appel de l'Alberta ayant procédé à une analyse au cas par cas pour chacun des cinq appelants, notre résumé de son analyse suit la même logique.

a) *Encouragement de Bert Holtby envers Landsiedel et opérations d'initié de Landsiedel*

La Cour d'appel de l'Alberta retient les éléments de preuve soumis devant la CVMA selon lesquels Landsiedel et Holtby sont, au mieux, des connaissances et occasionnels partenaires de golf. Landsiedel est un investisseur expérimenté qui a l'habitude d'investir dans des compagnies quand il connaît une personne qui y travaille. Lorsqu'une telle personne lui dit quelque chose, Landsiedel considère pouvoir s'y fier, dans une certaine mesure. Il achète des actions d'Eveready pour la première fois en 2008. En février 2009, Landsiedel rencontre Holtby à un club de golf. Ils discutent d'Eveready, mais Holtby divulgue peu de détails précis au sujet de la compagnie, hormis des commentaires génériques positifs sur la compagnie. Bien que les relevés téléphoniques déposés en preuve démontrent que Landsiedel et Holtby s'appellent le 27 mars 2009, il n'y a aucune preuve qu'ils se soient parlé, les appels ne durant qu'une ou deux minutes, soit la durée minimale. Vers la fin du mois de mars 2009, Landsiedel achète beaucoup d'actions d'Eveready (au delà de 151 000 actions entre les 17 et 31 mars 2009). Il a déjà fait des achats de cette envergure auparavant, mais jamais en aussi peu de temps.

La Cour d'appel de l'Alberta considère que les faits mis en preuve démontrent que Holtby a effectivement eu l'occasion d'encourager ou de tuyauter Landsiedel lorsqu'ils se sont rencontrés au club de golf, mais que les commentaires génériques positifs que Holtby aurait faits à Landsiedel ne sont pas le type de commentaire que la loi vise à interdire²². En effet, un commentaire positif général sur une compagnie, même venant d'un administrateur, ne constitue pas une infraction ou un encouragement au sens de la loi. En ce qui a trait aux appels téléphoniques du 27 mars 2009, puisque l'existence même d'une conversation entre Holtby et Landsiedel ce jour-là et, encore plus, ce qu'ils se seraient dit demeurent de la spéculation, la Cour d'appel estime que la CVMA a erré en tirant l'inférence que Holtby a bel et bien encouragé Landsiedel le 27 mars 2009.

En ce qui a trait à Landsiedel particulièrement, la Cour d'appel considère son comportement et trouve que l'achat d'actions d'Eveready par celui-ci concorde avec son comportement d'investisseur habituel²³. Il n'est pas illogique pour un investisseur (tel Landsiedel), de continuer à acheter des titres d'un émetteur, même lorsque le prix est à la baisse²⁴. En effet, les rapports d'analystes et autres ouvrages publiés durant la « période critique » entourant l'acquisition ont créé un sentiment d'optimisme concernant Eveready et ces données disponibles publiquement²⁵ pouvaient, à elles seules, motiver les achats d'un investisseur comme Landsiedel.

La Cour d'appel constate par ailleurs l'absence de concordance temporelle entre l'achat d'actions d'Eveready par Landsiedel en mars 2009 et sa rencontre avec Holtby au club de golf en février 2009 ainsi que l'absence de preuve démontrant que Landsiedel était pressé d'acheter des actions d'Eveready suivant sa rencontre avec Holtby et qu'il ait tenté de devancer les marchés en achetant des actions avant qu'une acquisition se matérialise²⁶.

En ce qui a trait à Holtby, la Cour d'appel de l'Alberta ne parvient pas à identifier, dans la preuve, de raison qui l'aurait motivé à encourager une simple connaissance (en l'occurrence Landsiedel) à acheter des actions d'Eveready à la veille d'une acquisition.

En somme, la Cour d'appel de l'Alberta conclut que la preuve est insuffisante pour en inférer, selon la balance des probabilités, que Bert Holtby a encouragé Landsiedel à acheter des actions d'Eveready.

b) *Tuyautage de Richard Kowalchuk à l'égard de Randall Kowalchuk et opérations d'initié de Randall Kowalchuk*

La Cour d'appel de l'Alberta retient les éléments de preuve soumis devant la CVMA dont (i) l'entente de règlement intervenue entre Richard Kowalchuk et la CVMA par laquelle il admet avoir reçu de l'information privilégiée sur Eveready et l'avoir transmise à son frère Randall Kowalchuk²⁷, (ii) le moment du tuyautage, (iii) les transactions d'acquisition des actions d'Eveready faites par Randall Kowalchuk en avril 2009²⁸, et finalement, (iv) l'admission de Richard Kowalchuk voulant qu'il ait tenté de couvrir ses traces²⁹ en envoyant un courriel laissant croire que Randall n'était pas encore au courant de l'acquisition potentielle d'Eveready par Clean Harbors.

Dans une courte analyse, la Cour d'appel de l'Alberta conclut que la CVMA n'a pas commis d'erreur révisable dans son appréciation de la preuve à l'encontre de Randall Kowalchuk. Face aux éléments de preuve disponibles, dont la force probante est considérée comme supérieure à celle de simples spéculations, il était loisible à la CVMA de tirer de ces éléments de preuve une inférence qu'au moment des opérations de Randall Kowalchuk sur les titres d'Eveready, il est en possession d'une information privilégiée à l'égard de cet émetteur³⁰. La Cour d'appel de l'Alberta refuse donc d'intervenir et fait preuve de déférence à l'endroit de la décision de la CVMA.

c) *Tuyautage de Dale Holtby à l'égard de Shepert et opérations d'initié de Shepert*³¹

La Cour d'appel de l'Alberta retient les éléments de preuve soumis devant la CVMA indiquant que le frère de Holtby, Dale, et Shepert sont des amis depuis plus de 50 ans. Le 21 mars 2009, Shepert rencontre Holtby pour la première fois lors d'un barbecue. Dale Holtby est également présent. La preuve testimoniale de Holtby et Shepert est que Shepert aurait demandé à Holtby ce qui se passait chez Eveready, ce à quoi Holtby aurait répondu qu'il ne pouvait en parler³². Quelques jours plus tard, Dale Holtby demande à Shepert de l'aider à investir son héritage dans des actions d'Eveready. Shepert achète ensuite des actions d'Eveready pour lui-même et pour sa famille³³. Shepert témoigne devant la CVMA que l'intérêt que Dale Holtby démontre envers Eveready le pousse à faire des recherches sur la compagnie, ce qui l'amène à acheter des actions pour son propre compte.

La Cour d'appel de l'Alberta détermine que la CVMA avait erré en trouvant que Shepert avait été tuyauté par Dale Holtby et avait violé la LVMA en commettant des opérations d'initié. La CVMA s'est basée sur la relation de longue date entre Dale Holtby et Shepert pour inférer que Dale Holtby avait tuyauté Shepert. Cependant, la Cour d'appel de l'Alberta indique que, sans preuve concrète de l'information qui aurait été communiquée par Dale Holtby à Shepert, il est impossible de déterminer si Dale Holtby a tuyauté, ou même encouragé, Shepert³⁴.

La Cour d'appel de l'Alberta souligne qu'il n'existait aucune preuve que Shepert ait questionné Dale Holtby quant aux raisons qui l'avaient poussé à acheter des actions d'Eveready. Puisque Shepert avait acheté des titres d'autres compagnies de manière spéculative par le passé, sans faire de recherche en profondeur, son comportement n'était donc pas inhabituel selon la Cour d'appel.

Par ailleurs, Dale Holtby étant illettré et peu éduqué, la Cour d'appel retient également qu'il était déraisonnable d'inférer sans preuve que Shepert aurait reçu des conseils de celui-ci, d'autant plus qu'il n'avait jamais investi dans des actions d'une compagnie publique auparavant. Bien que Shepert ait admis qu'il savait que le frère de Dale Holtby travaillait chez Eveready et que cela avait influencé sa décision d'acheter des actions, ceci ne contrevenait toutefois pas à la loi ³⁵. Selon la Cour d'appel de l'Alberta, il était également compréhensible que Dale Holtby ait demandé à un ami de longue date d'investir de l'argent pour lui, considérant son manque d'expérience en placements ³⁶.

Selon la Cour d'appel, le moment des transactions ne supporte pas les conclusions de la CVMA. En effet, Dale Holtby ne contacte pas Shepert avant le 25 mars 2009 et ne lui transfère pas d'argent avant le 30 mars. Shepert a seulement des actions d'Eveready pour Dale Holtby à deux occasions, soit le 31 mars et le 20 avril 2009. La Cour d'appel de l'Alberta est d'avis qu'on s'attendrait à beaucoup plus d'urgence de la part de quelqu'un qui tente de devancer le marché.

En somme, la Cour d'appel conclut que la preuve est insuffisante pour en inférer raisonnablement que Shepert a acheté des actions d'Eveready alors qu'il est en possession d'une information privilégiée. La Cour d'appel trouve les conclusions de la CVMA déraisonnables et rappelle, dans un passage assez frappant, que « while the Commission is not bound by the rules of evidence, that does not give probative value to evidence that is otherwise without any weight » ³⁷.

d) **Tuyautage de Holtby à l'égard de Burdeyney, opérations d'initié de Burdeyney et tuyautage de Burdeyney à l'égard de Gayle Walton**

La Cour d'appel de l'Alberta retient les éléments de preuve soumis devant la CVMA selon lesquels Burdeyney et Gayle Walton sont des comptables et collègues de longue date qui ont déjà acheté des actions d'Eveready dans le passé, avant le mois de janvier 2009. Burdeyney est le comptable personnel de Holtby.

En ce qui a trait au tuyautage de Holtby à l'égard de Burdeyney et aux transactions d'initié de Burdeyney, des échanges de courriels entre Burdeyney et Holtby ont été introduits en preuve, mais ne contiennent rien de compromettant et ne permettent donc pas d'inférer la commission d'une infraction. Même si Burdeyney a admis qu'il pouvait y avoir eu plusieurs appels entre lui et Holtby, une seule conversation téléphonique entre Holtby et Burdeyney, en date du 2 février 2009, est reflétée dans les relevés téléphoniques au dossier et est considérée comme mise en preuve par la Cour d'appel. Selon elle, il en découle que si tuyautage de Holtby à l'égard de Burdeyney il y a eu, il doit avoir eu lieu lors de cet appel du 2 février ³⁸, près de deux mois avant que Burdeyney n'achète des actions d'Eveready le 31 mars 2009.

En ce qui a trait au tuyautage de Burdeyney à l'égard de Gayle Walton, la preuve devant la CVMA révèle que Burdeyney a dit à Gayle Walton, au plus tard le 27 février 2009, qu'il y a un « deal » ou une fusion potentielle ³⁹. Burdeyney ne mentionne jamais le nom d'Eveready, mais Gayle Walton présume que le commentaire est en lien avec Eveready parce qu'ils ont discuté de la compagnie plus tôt dans la journée ⁴⁰. Gayle Walton communique cette information à son mari, Thane, autour du 27 février et au plus tard le 1^{er} mars 2009. Thane Walton achète ensuite des actions d'Eveready le 4 mars 2009.

La Cour d'appel de l'Alberta conclut qu'il n'y a pas de preuve suffisante pour inférer que Holtby a tuyauté Burdeyney. L'admission de Burdeyney qu'il aurait pu y avoir eu d'autres appels entre lui et Holtby ne peut équivaloir à une preuve que de tels appels ont effectivement eu lieu ⁴¹; l'absence de preuve dans les relevés téléphoniques d'autres appels entre Holtby et Burdeyney est un obstacle insurmontable. La Cour d'appel de l'Alberta est par ailleurs d'avis qu'il n'est pas vraisemblable d'inférer de leur simple relation professionnelle que Holtby a parlé d'Eveready à Burdeyney. La relation entre Holtby et Burdeyney et la tenue d'un appel entre eux peuvent, selon la Cour d'appel, permettre de conclure que Holtby a eu l'occasion de tuyauter Burdeyney, mais ne permettent pas d'inférer qu'il y a eu tuyautage ⁴².

La conclusion de la CVMA voulant que Holtby soit la seule source d'information potentielle pour Burdeyney par rapport à Eveready n'est pas fondée selon la Cour d'appel, la preuve ayant établi qu'Eveready est une compagnie bien connue dans la communauté et que Burdeyney a déjà détenu des actions d'Eveready dans le passé ⁴³.

La Cour d'appel étudie ensuite les transactions de Burdeyney. Le moment des transactions, soit deux mois après qu'il aurait reçu le présumé tuyau, la valeur de son investissement total, soit 2 500 \$ – un montant peu élevé par rapport à sa valeur nette – et la cohérence de ce placement ne concordent pas avec le comportement auquel on s'attendrait de quelqu'un ayant reçu un tuyau.

En somme, la Cour d'appel de l'Alberta juge la preuve insuffisante pour conclure, selon la balance des probabilités, que Burdeyney est en possession d'une information privilégiée transmise par Holtby au moment d'acheter des actions d'Eveready. Si Burdeyney n'est pas, selon la balance des probabilités, en possession d'une information privilégiée, il ne peut avoir communiqué une telle information privilégiée à Gayle Walton.

Pour conclure que Burdeyney a tuyauté Gayle Walton, la CVMA se base sur le commentaire de Burdeyney à Gayle Walton selon lequel « there might be a deal » ⁴⁴. La Cour d'appel de l'Alberta juge que le commentaire attribué à Burdeyney est très générique. Considérant la connaissance générale du marché, soit qu'Eveready est une cible d'acquisition potentielle, ce commentaire n'est pas suffisant pour démontrer que Burdeyney détient une information privilégiée à l'égard d'Eveready.

Soulignons que la Cour d'appel juge sévèrement le raisonnement de la CVMA, c'est-à-dire « qu'il n'aurait pas été déraisonnable qu'un tuyau soit communiqué [it would not have been unreasonable for tipping to occur ⁴⁵] » et conclut que les éléments retenus par la CVMA sont largement de la spéculation ne trouvant pas de fondement dans les faits prouvés.

e) **Encouragement de Gayle Walton à l'égard de Thane Walton**

En plus de décider que les autorités réglementaires n'ont pas réussi à prouver, selon la balance des probabilités, que Gayle Walton a reçu de l'information privilégiée au sujet de l'acquisition ⁴⁶, la Cour d'appel retient que l'explication crédible fournie par Gayle Walton et son mari à la CVMA justifie raisonnablement leurs achats d'actions d'Eveready au moment où ceux-ci sont réalisés ⁴⁷.

Gayle Walton a témoigné que le couple prévoyait vendre ses actions d'Eveready à perte en 2008 pour générer des pertes fiscales, pour ensuite les racheter après la période de perte apparente, ce que Thane Walton avait fait au début mars 2009. Même si les conseils fiscaux de Gayle Walton s'étaient révélés erronés, Thane Walton avait agi comme s'ils avaient été fondés. Le moment de la vente des actions permettait d'inférer qu'il essayait effectivement de générer des pertes fiscales. Les ventes et achats effectués concordaient avec leurs témoignages et leurs pratiques normales d'investissement.

La Cour d'appel de l'Alberta conclut que la preuve devant la CVMA est insuffisante pour permettre à celle-ci de tirer une inférence raisonnable supportant la conclusion que Gayle Walton a encouragé Thane Walton à acquérir des titres d'Eveready.

3. Observations

Cet arrêt de la Cour d'appel de l'Alberta (dont permission d'appel à la Cour suprême a été refusée) est un arrêt clé en matière d'évaluation de la preuve par les décideurs en matière de valeurs mobilières. Bien que la Cour d'appel reconnaisse que le délit d'initié puisse être prouvé par des preuves circonstancielles et des inférences tirées de la conduite et de la particularité des activités de transaction des parties impliquées, elle rappelle que le décideur spécialisé doit éviter de pousser trop loin son interprétation des faits et d'utiliser une preuve spécifique trop largement.

Quels enseignements spécifiques tire-t-on de cet arrêt ?

- Une preuve du comportement transactionnel des intimés peut être soumise au tribunal administratif spécialisé pour que celui-ci puisse non pas se concentrer seulement sur une transaction précise (et parfois même unique) qui fait l'objet des reproches de l'autorité réglementaire, mais analyser cette transaction à la lumière des autres achats ou ventes de l'investisseur durant les semaines et même les mois entourant la date de la transaction reprochée. Dans la mesure où il y a concordance entre le comportement transactionnel habituel d'un intime et les transactions qui lui sont reprochées, cela pourrait contribuer au succès de sa défense, comme ce fut le cas pour Landsiedel ;
- Une preuve quant à la proximité temporelle entre la réception du supposé tuyau et les transactions sur les titres de l'émetteur visé qui font l'objet de reproches de l'autorité réglementaire peut être soumise au tribunal administratif spécialisé. Un court délai, de quelques heures, voire quelques jours, entre une communication suspecte et une transaction pourrait, selon les circonstances, permettre d'inférer un tuyau, mais lorsque le délai est de plusieurs semaines ou plusieurs mois, l'inférence peut traverser la ligne et devenir de la spéculation non permise ;
- Cet arrêt démontre aussi l'importance à accorder à la mise en preuve de toute l'information disponible publiquement concernant l'émetteur assujéti impliqué, y compris par le truchement de rapports d'analystes, puisque toute information publique ne saurait être qualifiée d'information inconnue du public pouvant servir de fondement à une contravention de la loi ; et
- Finalement, l'importance des relations unissant les intimés ressort également de cet arrêt. Dans certaines circonstances, il pourrait être plus raisonnable d'inférer qu'un intime a tuyauté un membre de la famille, ami et/ou collègue de longue date, qu'une simple connaissance.

B. Azeff

1. Résumé des faits

Le personnel de la CVMO reproche à M^{re} Mitchell Finkelstein (Finkelstein), un avocat oeuvrant dans le domaine des fusions et acquisitions chez Davies Ward Phillips & Vineberg, S.E.N.C.R.L., s.r.l. (Davies), d'avoir tuyauté un conseiller en placement chez CIBC et ami de longue date, Paul Azeff (Azeff), en lien avec six compagnies faisant l'objet d'une offre d'acquisition entre 2004 et 2007 ; à Azeff d'avoir transmis l'information reçue de Finkelstein à plusieurs individus, dont Korin Bobrow (Bobrow) et un certain LK ; à LK d'avoir à son tour tuyauté Howard Miller (Miller), un conseiller en placement senior chez TD, ami de LK et comptable d'Azeff ; et, finalement, à Miller d'avoir par la suite transmis l'information privilégiée à Man Kin Cheng (Cheng), un autre conseiller en placement chez TD, associé et bon ami de Miller.

Selon le personnel de la CVMO, Azeff, Bobrow, Miller et Cheng ont acquis pour eux-mêmes, leur famille et leurs clients de nombreux titres des compagnies à l'égard desquelles ils ont reçu de l'information privilégiée. Quant à Finkelstein, il n'a pas fait l'objet d'accusations de délit d'initié, mais uniquement de tuyautage.

2. Analyse

La CVMO traitant d'abord des faits propres à chacune des six transactions pour ensuite analyser la responsabilité des intimés, notre résumé suivra la même logique.

a) *Transaction Masonite International Corporation*

i) Faits

Finkelstein est l'avocat responsable de l'acquisition potentielle de Masonite International Corporation (MHM) par Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR). Le 20 octobre 2004, à la suite d'une vérification initiale, KKR évalue la valeur de l'action de MHM à environ 40 \$. Le 16 novembre 2004, Finkelstein participe à une réunion importante avec d'autres associés de Davies et des cadres de MHM, au cours de laquelle l'acquisition est discutée plus sérieusement et au cours de laquelle KKR confirme son intention d'acquiescer MHM. À compter de cette date, un nom de code est attribué au projet afin d'en assurer la confidentialité. C'est à cette date que l'information relative à l'acquisition potentielle est considérée comme un fait important, soit un fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières ⁴⁸.

Le 19 novembre 2004, Azeff et Bobrow achètent au-delà d'un million de dollars d'actions de MHM. Ces achats représentent une nouvelle position pour Azeff et Bobrow et à peu près 48 % du volume quotidien sur le TSX. Le 22 novembre 2004, ils achètent à nouveau au-delà d'un million de dollars d'actions de MHM. En totalité, entre le 19 novembre et le 22 décembre 2004, Azeff et Bobrow achètent près de dix millions de dollars en actions de MHM pour plus de 100 comptes clients.

Le 22 novembre 2004, LK, un ami d'Azeff, achète des actions de MHM pour la première fois et, moins d'une heure plus tard, en achète davantage. LK admet au cours de l'enquête de la CVMO qu'Azeff l'a informé que MHM est « in play ».

Le 22 novembre 2004, quatre minutes après la deuxième transaction de LK, Miller, un bon ami de LK, achète des actions de MHM pour la première fois et en rachète plus tard dans la semaine. Après ce deuxième achat, MHM représente la plus grosse position dans le portefeuille de Miller. Le 24 novembre 2004, Miller envoie un courriel à un client, DW, lui suggérant d'acheter des actions de MHM, mentionnant « cash takeover at \$40 Timing should be before xmas but you never know with lawyers ». Un autre courriel confirme que Miller partage également ces informations avec Cheng, un de ses associés.

Le 29 novembre 2004, Cheng commence, lui aussi, à acheter des actions de MHM. Le 7 décembre 2004, il envoie un courriel à un client lui suggérant d'acheter des actions de MHM, et lui indiquant qu'une augmentation de 20 % de la valeur du titre est attendue avant Noël.

ii) Analyse de la CVMO

La CVMO estime que la preuve montre de façon prépondérante qu'au 16 novembre 2004, Finkelstein sait que MHM et KKR se sont entendues sur une transaction dont le prix sera d'environ 40 \$ par action, payable en espèces, et que la transaction sera clôturée rapidement, vraisemblablement avant Noël. La preuve ayant établi que Miller avait appris les faits précis inclus dans le courriel de LK (lesquels correspondent à l'information connue de Finkelstein) et LK ayant admis qu'il les avait appris d'Azeff, la CVMO tire l'inférence que Finkelstein les connaissait.

Eu égard à la communication d'informations par Finkelstein à Azeff, la preuve a révélé qu'à l'époque pertinente, des appels téléphoniques sans frais entre Davies et CIBC n'apparaissent sur aucun relevé téléphonique, non plus que les messages textes entre eux. Compte tenu de la fréquence de contact entre les deux, la CVMO conclut qu'il était probable qu'il y ait néanmoins eu des appels de leurs bureaux respectifs, ou messages textes, entre les mois de septembre et décembre 2004.

Les relevés téléphoniques disponibles et déposés en preuve sont ceux des téléphones résidentiels et cellulaires de Finkelstein et Azeff. Ces relevés téléphoniques démontrent quatre appels de 30 secondes le 17 novembre 2004 et un appel de presque cinq minutes tenu le 19 novembre 2004. La CVMO tire l'inférence qu'entre les 16 et 19 novembre 2004, Finkelstein a tuyauté Azeff en se basant sur :

[...] the sudden, voluminous buying of MHM shares by Azeff and Bobrow for themselves, their families, friends and clients, from the buying of MHM shares by Miller and Cheng with no pretence of underlying research, from the precise details of the Miller and Cheng emails, details which are borne out in the public announcement of December 22, 2004 and from the chain of admitted communication between Azeff to Bobrow and from Azeff to LK to Miller to Cheng, from Montreal to Toronto, all occurring within a few days [...]. On a balance of probabilities, there is no other reasonable expectation for this sequence of events.

Le témoignage de Finkelstein qui niait avoir tuyauté Azeff, mais sans offrir beaucoup de détails sur sa relation avec lui et en esquivant certaines questions, est jugé peu crédible par la CVMO.

La CVMO conclut également que tous les défendeurs étaient des personnes ayant des rapports particuliers avec MHM, sachant ou devant raisonnablement savoir que le fait important dont ils sont mis au courant provenait d'une personne ayant elle-même un rapport particulier avec MHM et qu'ils ont commis toutes les infractions que le personnel leur reproche, à savoir d'avoir effectué des opérations d'initiés, d'avoir recommandé à des clients d'investir dans MHM et d'avoir tuyauté l'information.

Les recommandations d'achat d'actions de MHM à des clients, l'achat d'une énorme quantité d'actions pour eux-mêmes et leurs clients et l'accumulation rapide d'actions de cette compagnie dans leurs portefeuilles sont des comportements inhabituels qui permettent d'inférer qu'Azeff et Bobrow possèdent des informations privilégiées au sujet de l'acquisition en question. La CVMO accorde aussi beaucoup d'importance au fait qu'Azeff communique à LK que MHM est « in play », que LK achète rapidement des actions de MHM par suite de son échange avec Azeff et que LK et Azeff sont des investisseurs sophistiqués. Pour ce qui est de Bobrow, l'échange de courriels qu'il a eu avec un client, HF, dans lequel HF dit à Bobrow « we don't want this info in the public domain », en référence à l'achat d'actions de MHM, permet aussi d'inférer que Bobrow est coupable de tuyautage.

Eu égard à Miller, bien que la preuve n'ait pas révélé qu'il sait que les informations privilégiées que LK lui a communiquées proviennent d'une personne en rapport particulier avec MHM, la CVMO estime qu'il aurait dû le savoir, étant donné la relation amicale qui existe entre LK et Miller et leur niveau de sophistication en tant qu'investisseurs. Miller a reçu des informations très spécifiques de la part de LK au sujet de l'acquisition de MHM, notamment que MHM est « in play », que le prix d'acquisition serait de 40 \$ et que l'acquisition aurait lieu avant Noël. L'achat précipité de Miller faisant suite à son échange avec LK permet d'inférer qu'il sait que LK était en rapport particulier avec MHM. La CVMO tire également des inférences du fait que Miller n'a jamais acheté d'actions de MHM auparavant et n'a fait aucune recherche sur MHM avant que cette compagnie détienne la plus grosse position dans son portefeuille. De plus, l'information précise au sujet de l'acquisition communiquée à DW par Miller dans son courriel du 24 novembre 2004 confirme que Miller possède des informations privilégiées qu'il communique à DW.

Pour ce qui est de Cheng, la CVMO considère qu'il agit de manière inhabituelle en achetant des actions de MHM sans faire de recherche préliminaire et en investissant 98 % du portefeuille de sa femme dans MHM. Cheng aussi se fie à l'information reçue de Miller pour recommander MHM à des clients sans s'informer de la source de l'information ou faire de recherche additionnelle, et envoie même un courriel à un client lui recommandant MHM comme investissement et mentionnant le prix potentiel de 40 \$.

b) *Transaction Mobile Data Solutions Inc.*

i) Faits

Le 25 mai 2005, Vista Equity Fund (Vista) envoie une lettre d'intention d'achat à MDSI Mobile Data Solutions Inc. (MDSI) pour l'acquisition des actions de MDSI à un prix de 8,15 \$. Le 6 juin 2005 et les 18 et 27 juillet 2005, Finkelstein accède à de multiples documents en lien avec cette acquisition sur le système informatique de Davies. La CVMO détermine qu'à compter du 6 juin 2005, quand Finkelstein consulte la lettre d'intention de Vista, il entre en rapport particulier avec MDSI.

Azeff et Finkelstein se parlent de nombreuses fois au téléphone entre le 16 juin et le 27 juillet 2005. Le 28 juillet 2005, trois clients et amis d'Azeff, qui n'ont pas acheté d'actions de MDSI au cours des six mois précédents, achètent des actions de MDSI. Azeff et Bobrow n'achètent pas d'actions de MDSI pour eux-mêmes, ni pour leurs proches ou clients.

Le 29 juillet 2005, le conseil d'administration de MDSI approuve et annonce au public l'acquisition de MDSI par Vista à 8,00 \$ par action.

ii) Analyse de la CVMO

Malgré les accusations de tuyautage à l'égard de Finkelstein et d'agissements à l'encontre de l'intérêt public à l'égard d'Azeff et de Bobrow, la preuve devant la CVMO ne permet pas à cette dernière de conclure à leur responsabilité en lien avec cette transaction.

La preuve offerte par Finkelstein établit que de nombreux avocats de Davies accèdent aux documents concernant MDSI durant la période précédant l'annonce de l'acquisition⁴⁹. Malgré certaines circonstances suspicieuses, notamment les types de documents que Finkelstein consulte, les conversations téléphoniques entre Azeff et Finkelstein et l'achat d'actions de MDSI par des amis d'Azeff, la CVMO considère qu'elle ne dispose pas de suffisamment de preuve claire et convaincante permettant d'établir, selon la balance des probabilités, que Finkelstein a tuyauté Azeff⁵⁰.

Le fait qu'Azeff et Bobrow n'aient pas acheté d'actions pour leur propre compte, ni pour leurs proches ou clients, suggère qu'ils n'ont probablement pas reçu de tuyau⁵¹. Quant aux achats par les amis d'Azeff, la preuve est trop vague pour permettre d'inférer qu'ils ont acheté des actions de MDSI à la suite de la communication d'un tuyau. La CVMO indique qu'elle n'infèrera des faits que si la preuve est convaincante et l'inférence est naturelle et logique considérant les faits déjà établis⁵².

c) *Transaction Placer Dome Inc.*

i) Faits

Le 7 septembre 2005, Davies ouvre un dossier concernant l'acquisition potentielle de Placer Dome Inc. (Placer) par Barrick et Goldcorp. Barrick et Goldcorp ne commencent toutefois à considérer sérieusement cette acquisition qu'à partir du 6 octobre 2005. Le 7 octobre 2005, Barrick fournit un projet d'offre de souscription à Placer établissant les paramètres de l'acquisition. L'entente est finalisée le 29 octobre 2005. Le 30 octobre 2005, le conseil d'administration de Barrick approuve l'offre d'acquisition des actions de Placer. Le 31 octobre 2005, cette offre est annoncée au public.

Après une conversation entre Finkelstein et Azeff en septembre 2005, Azeff et Bobrow sollicitent la vente d'actions de Placer.

ii) Analyse de la CVMO

Selon la CVMO, la preuve ne permet pas d'inférer que Finkelstein possède des informations privilégiées au sujet de l'acquisition de Placer par Barrick et Goldcorp. Bien que Finkelstein consulte de nombreux documents traitant de l'acquisition en septembre 2005, aucun d'eux ne contient les termes clés d'une transaction, à savoir le prix et la date⁵³. Il est possible que Finkelstein ait appris, par des rumeurs circulant chez Davies, que Barrick s'apprêtait à acquérir Placer, mais en l'absence de preuve, ceci demeure de la spéculation et ne peut servir à établir des inférences de faits. La CVMO ne peut donc conclure à du tuyautage par Finkelstein.

La CVMO conclut également que la preuve n'établit pas, selon la balance des probabilités, qu'Azeff et Bobrow ont procédé à des opérations d'initiés, ni de tuyautage. Les ventes d'actions de Placer qu'Azeff et Bobrow ont réalisées en septembre 2005 ne correspondent pas, de l'avis de la CVMO, au comportement attendu de quelqu'un qui a reçu des informations privilégiées telles celles invoquées par le personnel de la CVMO⁵⁴, qui aurait plutôt acheté des actions de Placer. Finalement, la CVMO considère que les achats d'actions de Placer par les proches d'Azeff et de Bobrow du 26 au 28 octobre 2005 concordent avec leur comportement transactionnel habituel, ceux-ci achetant et vendant fréquemment des actions de producteurs d'or dans le cadre de leurs activités professionnelles⁵⁵.

d) *Transaction Dynatec Corporation*

i) Faits

En février 2007, Sherritt International Company (Sherritt) et Dynatec Corporation (Dynatec) entament des négociations au sujet de l'acquisition éventuelle de Dynatec par Sherritt. Le 3 avril 2007, le comité spécial de Dynatec recommande d'accepter l'offre de Sherritt. Le 17 avril 2007, le comité spécial de Dynatec se réunit et détermine que les négociations avec Sherritt sont essentiellement complétées. Le comité spécial de Dynatec recommande l'acquisition au conseil d'administration le 19 avril 2007 et celle-ci est annoncée au public le 20 avril 2007. La CVMO juge que la proposition de Sherritt d'acquiescer Dynatec est devenue un fait important à partir du 3 avril 2007.

Le 18 avril 2007, Finkelstein accède à des documents traitant de l'acquisition de Dynatec par Sherritt sur le système informatique de Davies. La même journée, Finkelstein appelle Azeff, qui appelle ensuite un certain HG, un ami d'Azeff. Azeff et HG achètent des actions de Dynatec. LK achète également des actions de Dynatec et appelle ensuite Miller, qui achète des actions de Dynatec. À son tour, Cheng achète des actions de Dynatec. Bobrow appelle un ami proche et client, HF. L'adjointe d'Azeff et Bobrow, Irene S., achète des actions de Dynatec. Le 19 avril 2007, HG, LK, Miller, Cheng et HF achètent des actions de Dynatec.

ii) Analyse de la CVMO

Selon la CVMO, la preuve permet d'inférer que Finkelstein a commis l'infraction de tuyautage. Les 18 et 19 avril 2007, immédiatement après que Finkelstein a pris connaissance d'informations privilégiées concernant l'acquisition de Dynatec, de nombreux appels ont lieu entre les parties et la plupart d'entre elles achètent des actions de Dynatec. Étant donné la suite des événements, la CVMO détermine que l'explication la plus probable est que Finkelstein a tuyauté Azeff, qui a ensuite tuyauté Bobrow [56](#). Par suite des communications entre les parties, Azeff, Bobrow, leurs clients et leurs proches achètent 595 000 actions de Dynatec au cours d'un seul après-midi.

La CVMO retient le comportement jugé inhabituel de Finkelstein le 18 avril 2007, soit le fait qu'il appelle Azeff quatre ou cinq fois dans la journée [57](#), alors qu'il accède à des documents liés à l'acquisition durant cette même journée [58](#). Or, aucune justification n'est donnée pour expliquer ces actes.

La CVMO conclut qu'Azeff et Bobrow ont aussi commis l'infraction de tuyautage (ainsi que de conduite contraire à l'intérêt public). La relation d'amitié existant entre Finkelstein et Azeff et la nature de l'information communiquée par Finkelstein permettent à la CVMO de conclure qu'Azeff sait ou devait savoir que Finkelstein est en rapport particulier avec Dynatec. Cette connaissance est aussi imputée à Bobrow [59](#).

HG, HF, LK, Miller et Irene S. sont tous des amis, proches et/ou clients d'Azeff et Bobrow, qui achètent une quantité considérable d'actions de Dynatec les 18 et 19 avril 2007, alors qu'aucun d'eux n'a acheté d'actions de Dynatec dans les six mois précédant ces transactions. Cette chaîne d'événements inhabituelle permet d'inférer qu'Azeff et Bobrow ont tuyauté ou encouragé leurs amis, proches et/ou clients à acquiescer des actions de Dynatec.

En plus de cette preuve circonstancielle, LK admet qu'Azeff lui a recommandé d'acheter des actions de Dynatec.

Quant à Miller et Cheng, la preuve ne permet pas à la CVMO d'inférer qu'ils ont commis des délits d'initiés. Bien que Miller admette que LK lui ait parlé de Dynatec et recommandé Dynatec à Cheng, la preuve concernant les conversations entre LK, Miller et Cheng est minimale et ne démontre pas que Miller et Cheng savent que Dynatec va être acquise, ni à quel prix. La CVMO conclut donc qu'il n'est pas possible d'inférer qu'ils ont été tuyautés au sujet de l'acquisition.

e) **Transaction Legacy Hotels**

i) Faits

En novembre 2006 et janvier 2007, la vente de Legacy Hotels (Legacy) fait l'objet d'une couverture médiatique. En mars 2007, Legacy publie un communiqué de presse faisant état de ses alternatives stratégiques. Le 12 avril 2007, Davies est retenu pour représenter un *joint venture* de Cadbridge Investors et InnVest REIT (InnVest) en vue d'une possible acquisition de Legacy. Un nom de code est attribué au projet et Finkelstein est l'avocat chargé du dossier. Le 18 juin 2007, Legacy émet un communiqué de presse avec une mise à jour de son processus de révision stratégique, dont la réception d'offres d'achat non exécutoires.

Entre le 29 juin et le 1^{er} juillet 2007, la probabilité que l'acquisition de Legacy par le *joint venture* se matérialise augmente. En date du 4 juillet 2007, les discussions concernant l'acquisition progressent au point où une date d'annonce publique est établie pour le 12 juillet 2007. Finkelstein a connaissance de ces faits. Entre les 5 et 12 juillet 2007, plusieurs rencontres sont tenues et les détails de la transaction sont ficelés. L'annonce publique survient le 12 juillet 2007.

Il y a de nombreux appels entre Finkelstein et Azeff les 4 et 5 juillet 2007. Le 5 juillet 2007, Azeff appelle HG et moins d'une heure plus tard, ce dernier achète des actions de Legacy. Cette même séquence d'événements se répète le 10 juillet 2007. Le même jour, Bobrow envoie un courriel à HF lui recommandant d'acheter des actions de Legacy. Le 12 juillet 2007, après avoir reçu un appel de Finkelstein, Azeff appelle HG de nouveau. HG achète alors des actions additionnelles de Legacy et, trois heures avant l'annonce de l'acquisition, il envoie un courriel à Bobrow portant la mention « 2 hours ! ». Entre les 5 et 12 juillet 2007, Azeff et Bobrow investissent au-delà de 3 millions de dollars dans Legacy pour des proches et des clients. Du 9 au 12 juillet 2007, LK et Azeff se parlent au téléphone à plusieurs reprises et LK achète beaucoup d'actions de Legacy. Après cette période, Legacy représente une proportion significative du portefeuille de LK.

ii) Analyse de la CVMO

La CVMO tire l'inférence de la preuve au dossier que Finkelstein a commis l'infraction de tuyautage :

[327] Given the numerous phone calls between Finkelstein and Azeff from July 4 to July 12, the large volume of precipitous purchasing of Legacy units from July 5 onwards by the Azeff and Bobrow family members, and their clients, and the passing on of information to friends immediately following calls between Finkelstein and Azeff, namely HG and LK, who bought large numbers of units themselves, separately, we determine that it is reasonable to infer, on a balance of probabilities, that Finkelstein, who was in a special relationship with Legacy, conveyed MNPI to Azeff contrary to section 76(2) of the Act. Azeff in turn tipped Bobrow. Both recommended the purchase of Legacy units to family, friends and clients, contrary to the public interest. Of particular note is an email from HG to Azeff at 14 :35 on July 12 « 2 hours ! », a few hours before the public announcement.

Selon la CVMO, Azeff doit savoir que Finkelstein est en rapport particulier avec Legacy et Bobrow partage cette connaissance [60](#). À partir du 5 juillet 2007, Azeff et Bobrow achètent des actions de Legacy de manière précipitée pour leurs clients et proches et la CVMO en infère qu'ils sont en possession d'informations privilégiées [61](#). Le moment des communications avec leurs amis et proches confirme le tuyautage. Le courriel de HG à Azeff (« 2 hours ! ») est jugé particulièrement incriminant par la CVMO [62](#).

f) **Transaction IPC US REIT**

i) Faits

Le 30 janvier 2007, IPC US REIT (IPC) sollicite des soumissionnaires qui sont prêts à acquiescer et retient les services de Davies. Finkelstein est l'avocat responsable du dossier. Plusieurs parties signent des ententes de confidentialité et certaines déposent des soumissions, dont aucune n'est acceptée.

Le 2 août 2007, une des parties ayant signé une entente de confidentialité, mais n'ayant pas déposé de soumission, Behringer, fait part de son intérêt à IPC et copie Finkelstein sur sa proposition. IPC réagit favorablement. Le 8 août 2007, Azeff et Bobrow achètent des actions d'IPC. Une transaction entre Behringer et IPC est annoncée le 14 août 2007.

ii) Analyse de la CVMO

La CVMO conclut que la preuve présentée ne permet pas de conclure que Finkelstein a tuyauté Azeff, ni que ce dernier aurait à son tour communiqué à Bobrow les informations privilégiées reçues. Selon la preuve présentée, Azeff tente d'appeler Finkelstein au travail le 7 août 2007, mais l'appel dure seulement une minute. Il n'y a au dossier aucune preuve qu'Azeff et Finkelstein réussissent à se parler et aucune preuve de ce qui aurait été discuté. La CVMO conclut qu'un appel d'une minute ou moins pourrait indiquer qu'Azeff n'a pas réussi à rejoindre Finkelstein. Or, sans preuve de communication entre Azeff et Finkelstein, il est impossible pour la CVMO d'inférer que Finkelstein a tuyauté Azeff.

3. Observations

La CVMO démontre dans cette décision avoir bien compris le message de la Cour d'appel de l'Alberta dans la décision *Walton* précédemment analysée. Pour chacune des transactions, la CVMO refuse d'adopter une preuve générale de comportement des accusés et procède plutôt à l'examen approfondi de vastes quantités de preuves circonstancielles lui permettant de tirer, à la pièce, des conclusions quant à chacun des chefs de reproches de l'autorité réglementaire. Le résultat net est que la CVMO conclut qu'il est plus probable qu'improbable que les intimés aient commis des infractions à la LVMO en lien avec trois des six transactions.

Quels enseignements spécifiques tire-t-on de cette décision ?

- Parmi les éléments de preuve circonstancielle ayant constitué des indices d'opérations d'initié ou de tuyautage dans cette affaire, on retrouve notamment :
 - un comportement transactionnel inhabituel, telle l'accumulation rapide d'actions ;
 - le *timing* opportuniste d'une transaction sur les titres d'un émetteur peu avant une annonce publique importante ;
 - un premier achat des titres d'un émetteur, surtout lorsque l'achat n'est pas précédé d'une analyse de marché ou d'une recherche quelconque ;
 - une concentration anormale de transactions par une firme de courtage, ou certains courtiers ; et
 - une transaction qui représente un pourcentage significatif du portefeuille d'un particulier.
- La CVMO n'a conclu à la commission des infractions que dans les cas où elle arrivait à la conclusion qu'il n'y avait simplement aucune autre explication possible justifiant la synchronisation des opérations. Elle a refusé de considérer certains éléments de preuve lorsqu'ils pouvaient être expliqués autrement que par la commission d'une infraction. À cet égard, la CVMO a toutefois considéré le témoignage de Finkelstein comme étant évasif et n'offrant pas de scénario de rechange ;
- Quant aux preuves d'opérations d'initié résultant de tuyautage, la CVMO reconnaît qu'il est difficile de déterminer si un tuyauté lointain savait ou aurait dû savoir que l'information provenait d'une personne ayant un rapport particulier avec l'émetteur, cette conclusion devenant de plus en plus difficile au fur et à mesure que s'allonge la chaîne de tuyauteurs indirects. Néanmoins, la CVMO indique que la preuve contre un tuyauté doit faire état de deux éléments : (1) le tuyauté disposait d'une information privilégiée qui n'est pas disponible publiquement ; et (2) une personne raisonnable placée dans les souliers du tuyauté présumerait que l'information non publique importante a été transmise à l'origine par une personne bien informée ; et
- Alors que la preuve du premier élément peut s'avérer assez simple, le second s'avère plus difficile à établir. Pour ce faire, la CVMO définit divers facteurs à considérer dans sa détermination de la connaissance par le tuyauté de la qualité d'initié du tuyauteur :
 - la relation entre le tuyauteur et le tuyauté ;
 - la qualification professionnelle et la capacité du tuyauteur (les avocats, hommes d'affaires, banquiers et autres professionnels sont beaucoup plus susceptibles de détenir des informations non publiques importantes) ;
 - la qualification professionnelle du tuyauté (une norme de vigilance plus élevée est généralement prévue pour les avocats, comptables et autres professionnels contrairement aux membres du grand public) ;
 - le degré de détail et de précision de l'information non publique importante ;
 - le délai entre la réception de l'information non publique importante et la transaction du tuyauté ;
 - les étapes de vérification des informations reçues effectuées par le tuyauté avant de transiger ;
 - la possession antérieure de titres de l'émetteur par le tuyauté ; et
 - l'importance de la transaction, considérant la taille du portefeuille dans lequel le tuyauté transige.

C. Pharand

1. Résumé des faits

Le FIER du Cap Diamant (le FIER) est un fonds d'investissement régional auxquels participent Investissement Québec et un « club d'investissement » mis sur pied par une douzaine de gens d'affaires de la région de Québec qui veulent appuyer de jeunes entrepreneurs. Les décisions d'investissement et de désinvestissement du FIER sont prises par un comité de placement comptant 10 membres, dont six sont votants et quatre sont observateurs, sans droit de vote sur les décisions de placement.

À l'hiver 2007, Arura Pharma Inc. (Arura), une compagnie de produits de beauté, de santé et d'hygiène personnelle, entreprend un nouveau projet visant la création d'une division pharmaceutique et s'adresse au FIER pour du financement. Le PDG d'Arura, Ali Moghaddam, possède beaucoup d'expérience dans l'industrie pharmaceutique et les membres du FIER décident de l'appuyer dans son nouveau projet. Le 26 mars 2007, le FIER investit 500 000 \$ dans Arura. Le 9 août 2007, Arura annonce l'achat des droits des marques de commerce de la compagnie Néolia. Un solde de prix de vente de 400 000 \$ (dû à l'actionnaire principal de Arura, un dénommé Klaus Brueckner) est divulguée publiquement aux états financiers non vérifiés d'Arura déposés pour le troisième trimestre de 2007. Dans une seconde ronde de financement, encore à la demande de M. Moghaddam, le FIER investit 100 000 \$ de plus dans Arura en décembre 2007.

Peu de temps après, le 19 février 2008, Arura annonce une réorganisation stratégique. M. Moghaddam quitte l'entreprise, avec l'unité de produits pharmaceutiques qui avait motivé l'investissement du FIER. Un dénommé Daniel Pharand (Pharand) devient président du conseil d'administration. Le départ de M. Moghaddam et la fin du projet pharmaceutique déçoivent beaucoup le FIER et le marché ⁶³ ; le cours du titre perd le tiers de sa valeur. Au cours des mois suivants, il y a des rondes de chaise

musicale à la direction et au conseil d'Arura et le cours du titre continue de chuter.

Au printemps, Arura a des problèmes de liquidités et certains fournisseurs ne sont pas payés. La dette à Brueckner est établie à 4 000 000 \$ par opposition aux 400 000 \$ déclarés aux états financiers du 3^e trimestre de 2007 mais Michel Vadnais (Vadnais), un nouvel arrivé au conseil d'administration d'Arura, propose d'acheter la balance du prix de vente de Néolia due à Brueckner pour 400 000 \$, ce que Brueckner serait disposé à accepter. Le 30 avril 2008, Arura émet un avis de défaut de déposer ses états financiers vérifiés. Il en résulte que les derniers états financiers disponibles demeurent ceux du 3^e trimestre de 2007.

De façon contemporaine, les nouveaux dirigeants d'Arura, dont Vadnais, rencontrent certains membres observateurs du FIER en avril 2008 pour un financement additionnel. L'AMF prétendait qu'à l'occasion de cette rencontre, le FIER est informé de la balance de prix de vente réelle de 4 millions de dollars, mais la preuve devant le Bureau n'établit pas que le montant de la balance de prix de vente ait été mentionné.

Après cette réunion, Vadnais sollicite un des membres observateurs du FIER, Louise Blais (Blais), pour siéger au conseil d'administration d'Arura et l'aider avec la préparation de ses états financiers. La valeur du placement du FIER ayant perdu plus de 75 % de sa valeur en quelques mois seulement et le FIER ayant décidé de s'en départir si l'occasion se présentait, le FIER accepte que Louise Blais aille aider Arura, mais met en place un mur de Chine interdisant à Blais de lui communiquer quelque information non publique sur Arura qu'elle apprendrait du fait qu'elle soit désormais à son conseil d'administration [64](#). Après avoir joint le conseil, Blais apprend, entre autres choses, la réelle valeur de la balance de prix de vente due à Brueckner. La preuve non contredite indique qu'elle n'a pas communiqué cette information au FIER.

Le 4 juin 2008, Vadnais appelle Blais pour parler d'Arura et lui mentionne qu'il y a un volume inhabituel de transactions sur les titres de celle-ci, une information qui est publique et accessible à tous. Blais contacte le conseiller financier du FIER qui confirme cette information. Blais lui demande alors de contacter les membres du FIER pour leur demander ce qu'ils veulent faire avec leurs actions d'Arura. Le conseiller reçoit instructions de vendre les actions d'Arura du FIER, d'y aller tranquillement et d'aller chercher le meilleur prix possible, le FIER ne sachant pas ce qui a déclenché le volume inhabituel. Il résulte de ces instructions que le conseiller ne vend qu'une portion des actions d'Arura détenues par le FIER – bien que le volume ait été suffisant pour tout vendre. Au final, le FIER perd 560 000 \$ des 600 000 \$ investis dans Arura. Le 11 juin, Arura fait faillite.

L'AMF prétend, entre autres, que le FIER avait connaissance d'une information privilégiée, à savoir l'ampleur des difficultés financières d'Arura et, plus précisément, la balance de prix de vente de 4 000 000 \$ qui n'apparaissait pas aux états financiers de la société.

2. Analyse

La décision du Bureau comprend une opinion majoritaire et une dissidence [65](#). L'opinion majoritaire a récemment été confirmée par la Cour du Québec, division administrative et d'appel par jugement en date du 21 septembre 2016. Pour cette raison, nous n'aborderons ici après que les enseignements de la majorité.

Le Bureau rappelle la définition et la portée de la notion d'information privilégiée, à savoir que cette information doit être inconnue du public et susceptible d'avoir un impact sur la décision d'un investisseur raisonnable. Cette information doit être suffisamment spécifique et doit être analysée en fonction du contexte [66](#). Le Bureau rappelle que le simple soupçon qu'une information ait été communiquée n'est pas suffisant pour conclure qu'il y ait eu manquement à la loi [67](#).

Dans le présent dossier, la précarité financière d'Arura, de manière générale, ne peut constituer une information privilégiée puisqu'elle n'est pas inconnue du public et n'est pas susceptible d'influencer la décision d'un investisseur raisonnable. En effet, la preuve a révélé une série de mauvaises nouvelles émises par la compagnie – l'abandon du projet pharmaceutique et le départ de M. Moghaddam, la chaise musicale à la direction et au conseil, l'avis de défaut de déposer des états financiers et l'émission d'un MCTO. L'investisseur raisonnable est donc déjà au courant des difficultés financières d'Arura et a perdu confiance en la compagnie, tel qu'en fait foi la chute constante du prix des actions d'Arura, au fil de ces nouvelles.

Eu égard à la balance de prix de vente, le Bureau souligne que le marché est au courant de l'existence d'une balance de prix de vente de 400 000 \$ d'Arura depuis le troisième trimestre de 2007. Il conclut, de son analyse de la preuve circonstancielle, qu'elle n'établit pas, selon la balance des probabilités, que les membres du FIER ont été informés que le montant réel de la dette d'Arura s'élevait à 4 000 000 \$ et, qu'à tout événement, la décision d'un investisseur raisonnable n'est pas susceptible d'avoir été modifiée par le fait que le rachat d'une balance de prix de vente s'élevant à 4 000 000 \$ se ferait par Vadnais pour un montant de l'ordre de 400 000 \$ [68](#).

Le Bureau étudie ensuite les circonstances des transactions de vente du FIER et conclut que le fait pour le conseiller d'avoir fixé un prix plancher afin de donner suite aux instructions d'aller tranquillement et d'aller chercher le meilleur prix possible – empêchant effectivement la vente de la majorité des actions du FIER – n'est pas le comportement dont on s'attendrait d'une personne qui est en possession d'informations privilégiées. Si le FIER avait voulu devancer le marché, il aurait essayé de vendre à tout prix.

Finalement, le Bureau prend note de la preuve administrée relativement à la réputation des intimés et à l'importance qu'ils y accordent de même qu'à leur connaissance de la législation. Si la modeste somme récupérée sur l'investissement de 600 000 \$ du FIER était divisée entre Investissement Québec et le « club d'investissement », chacun des douze actionnaires recevrait moins de 875 \$. Le Bureau n'a pas cru que les individus impliqués auraient mis à risque leurs réputations respectives pour une somme si négligeable.

3. Observations

Quel enseignement tire-t-on de cette décision ?

- On retiendra principalement de cette décision qu'il importe de faire une preuve du contexte entourant l'information prétendument privilégiée. Ici, la précarité financière, dans son sens large, était déjà connue du marché, en raison de la succession de communiqués de presse émis par Arura, annonçant mauvaise nouvelle par-dessus mauvaise nouvelle. Dans la mesure où une information est connue du public, elle ne peut se qualifier d'information privilégiée et servir de fondement à une contravention à la LVMQ.

D. Bertrand

1. Résumé des faits

En juin 2005, Mega Brands, un manufacturier de jouets et émetteur assujéti, acquiert la compagnie Rose Art, un fabricant de jeux de construction. Dans le cadre de l'acquisition, les frères Rosen, propriétaires de Rose Art, conservent le contrôle sur Rose Art jusqu'au 31 décembre 2005.

Le 24 novembre 2005, Kenny Sweet, un garçon de 22 mois, décède après avoir ingéré des aimants provenant d'un jouet Magnetix fabriqué par la compagnie Rose Art. Le jouet avait été acheté pour le frère de Kenny Sweet qui était âgé de 10 ans et la boîte du jouet indiquait que le jouet était destiné aux enfants de six ans et plus [69](#).

Le 11 décembre 2005, la mère de l'enfant informe le détaillant du décès de son fils. Le lendemain, le 12 décembre, la directrice des affaires juridiques de Mega Brands est informée de l'incident et apprend que les parents de Kenny Sweet n'entendent pas poursuivre Mega Brands, mais comptent tout de même s'adresser aux médias. Un conseiller juridique externe, spécialisé dans l'industrie des jouets, est consulté. Cette même journée, un des frères Rosen affirme qu'il n'est pas au courant d'autres incidents en lien à l'ingestion d'aimants provenant des jouets Magnetix. Le 13 décembre 2005, le conseiller juridique externe spécialisé avise les dirigeants de Mega

Brands qu'il n'envisage pas que les jouets Magnetix fassent l'objet d'un rappel de la part de la *Consumer Product Safety Commission* (CPSC).

Les 14 et 15 décembre 2005, les intimés effectuent des transactions boursières sur les titres de Mega Brands, lesquelles font l'objet de reproches par l'AMF. Les faits de ces deux journées clés sont exposés ci dessous avec davantage de détails :

- Le 14 décembre 2005, entre 11 h 08 et 13 h 06, un des intimés, Vic Bertrand, parle aux parents de Kenny Sweet au sujet de l'accident ;
- À 12 h 12, le conseiller juridique externe spécialisé informe la directrice des affaires juridiques que le CPSC a été informé de la mort de Kenny Sweet ;
- À 14 h 23, la directrice des affaires juridiques informe son patron Brahm Segal (Segal), un autre des intimés, ainsi que le conseiller juridique externe spécialisé que Vic Bertrand a parlé aux parents de Kenny Sweet ;
- À 15 h 27, l'information relative à la vente d'actions de Segal est transmise à la banque ;
- Entre 15 h 53 et 16 h 40, 3 100 actions de Segal sont vendues ;
- À 17 h 45, Segal reçoit un courriel du conseiller juridique externe spécialisé indiquant que l'incident est un accident anormal, qu'il ne croit pas que les jouets Magnetix soient défectueux et qu'il ne semble pas que la famille Sweet entende poursuivre Mega Brands ou Rose Art ;
- À 18 h 53, Marc Bertrand, le dernier des intimés, écrit à Vic Bertrand lui suggérant d'exercer leurs options sur la vente de 100 000 actions de Mega Brands, car sinon elles seront « locked up until May » ; et
- Le 15 décembre, entre 10 h 05 et 13 h 08, Segal vend 11 900 actions de Mega Brands pour un total de 15 000 actions et les frères Bertrand vendent chacun 100 000 actions de Mega Brands au prix de 27 \$ l'action [70](#).

Le 20 décembre 2005, un article publié sur le décès de Kenny Sweet indique que l'enfant est mort à la suite d'un accident anormal ; les actions de Mega Brands clôturent à 27,01 \$. Le 2 janvier 2006, la directrice des affaires juridiques rend une opinion selon laquelle les jouets Magnetix ne risquent pas d'être rappelés. Les 5 et 24 janvier 2006, un analyste de RBC émet une opinion optimiste quant aux perspectives de Rose Art, malgré le décès de Kenny Sweet. Le 24 février 2006, les frères Rosen indiquent qu'à leur connaissance, il n'y a aucun autre litige en cours concernant les jouets Magnetix.

Le 15 mars 2006, un communiqué de presse est publié annonçant que la famille Sweet compte poursuivre Mega Brands et un article est publié faisant état d'un autre incident semblable à celui impliquant Kenny Sweet ; les 15 et 16 mars, les actions de Mega Brands clôturent à 28,23 \$ et 28,79 \$. Le 24 mars 2006, les documents publics de Mega Brands pour son premier trimestre mentionnent la poursuite de la famille Sweet et une enquête par le CPSC ; les actions clôturent à 26,99 \$. Le 31 mars 2006, Mega Brands annonce un retrait volontaire des produits Magnetix ; les actions chutent à 24,70 \$.

Le 16 octobre 2006, Mega Brands annonce avoir réglé à l'amiable quatre poursuites et dix réclamations relatives à des blessures liées à l'ingestion d'aimants Magnetix. En avril 2007, Mega Brands a connaissance qu'il y a trois autres poursuites en suspens et la compagnie apprend qu'au moins sept autres enfants ont été hospitalisés après avoir ingéré des aimants Magnetix. Le 19 avril 2007, Mega Brands procède à un rappel des jouets Magnetix ; les actions de Mega Brands clôturent à 22,67 \$. En date de publication des documents publics de Mega Brands pour son 3^e trimestre de 2007, trois poursuites sont toujours pendantes et Mega Brands est au courant de 14 autres cas d'hospitalisation d'enfants en raison de l'ingestion d'aimants Magnetix ; le prix de l'action en date du 9 novembre 2007 est de 9,95 \$. Le 14 décembre 2007, Mega Brands est retirée comme émetteur assujéti du TSX.

L'AMF reproche aux intimés d'avoir commis des opérations d'initiés en transigeant sur les titres de la compagnie Mega Brands alors qu'ils possédaient une information privilégiée inconnue du public, soit la mort de Kenny Sweet par suite de l'ingestion de pièces d'un jouet vendu par Mega Brands. Selon l'AMF, cette information serait devenue connue du public seulement après l'annonce de la poursuite de Mega Brands par la famille Sweet le 15 mars 2006, même si l'histoire avait fait l'objet d'une certaine couverture médiatique avant cette date.

2. Analyse

Au coeur de l'analyse du Bureau est la notion d'information privilégiée. Les intimés ne contestent pas qu'ils sont des initiés et qu'ils aient réalisé des opérations sur les titres d'un émetteur assujéti (Mega Brands), mais soutiennent que l'information qui était à leur connaissance ne constituait pas, en date de leurs transactions, une information privilégiée au sens de la LVMQ.

Le Bureau analyse les faits connus des intimés au moment où ils effectuent des transactions sur le titre de Mega Brands. Le Bureau conclut, de la preuve, qu'à ces dates, l'investisseur raisonnable n'aurait pas pu envisager la chaîne des événements suivant le décès de Kenny Sweet, ni l'impact de la divulgation de ce décès sur le cours des actions de Mega Brands. Le décès de Kenny Sweet n'est donc pas une information privilégiée.

Une analyse du niveau de probabilité, en date des transactions reprochées, que les faits qui se sont produits postérieurement se produisent, soit des poursuites contre Mega Brands et une chute du cours de l'action, est faite par le Bureau [71](#).

La preuve démontre que les intimés connaissent les circonstances entourant l'accident de Kenny Sweet au moment de leurs transactions sur les actions de Mega Brands [72](#). Selon les circonstances relatées, le jouet se brise puisque l'enfant l'a jeté par terre et non pas en raison d'un défaut inhérent du produit. En fait, l'information que possèdent les dirigeants de Mega Brands – résultant de leur exercice de vérification diligente de Rose Art – indique que le jouet a passé tous les tests de sécurité requis pour être mis en vente [73](#). Les journalistes s'étant intéressés à la nouvelle attribuent, eux aussi, la mort de Kenny Sweet à un accident anormal et non à un jouet défectueux. Par surcroît, la famille Sweet ne semble pas vouloir poursuivre Mega Brands [74](#). Aux 14 et 15 décembre 2005, il est, de l'avis du Bureau, impossible pour les dirigeants de Mega Brands ou pour un investisseur raisonnable d'anticiper un rappel généralisé des jouets Magnetix qui influencerait le cours des actions de Mega Brands, lequel est survenu plusieurs mois plus tard.

Bien que le Bureau souligne que l'impact sur le cours du titre n'est pas un facteur déterminant en soi et que l'accent doit être mis sur l'information connue au moment des transactions reprochées, il analyse aussi l'impact de l'information, lorsqu'elle est divulguée, sur le cours du titre, pour corroborer son analyse. Après que l'information au sujet de la mort de Kenny Sweet soit devenue publique à la suite de la diffusion d'un communiqué de presse le 15 mars 2006, le cours du titre est demeuré relativement inchangé jusqu'en juin 2006. Le Bureau souligne que le rappel des jouets par Mega Brands a eu un impact plus significatif sur le cours du titre, mais ajoute que ce rappel n'est pas envisageable au moment où les intimés réalisent leurs transactions [75](#).

3. Observations

Quels enseignements tire-t-on de cette décision ?

- Le Bureau reconnaît dans cette affaire que le critère d'être susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable converge généralement avec celui de l'impact sur le cours des titres [76](#) ;

- Le contenu de l'information prétendument privilégiée doit être analysé au moment où l'opération est réalisée pour déterminer si la décision d'un investisseur raisonnable aurait été influencée par l'information en cause, prenant garde de ne pas isoler l'information mais plutôt de prendre en considération le contexte factuel de l'information disponible à la période pertinente ; et
- Une fois cette analyse effectuée, elle peut être corroborée ou infirmée par les faits postérieurs, tel le cours du titre. Ainsi, les faits postérieurs aux transactions reprochées peuvent s'avérer utiles pour corroborer la conclusion du tribunal sur la nature privilégiée d'une information, bien qu'ils ne puissent constituer le fondement de cette analyse.

E. Donald

1. Résumé des faits

En 2007, des discussions concernant une acquisition potentielle de Certicom par Research in Motion (RIM) débutent. En février 2007, les dirigeants de RIM rencontrent les dirigeants de Certicom pour discuter de la possibilité d'une telle acquisition. En mars 2007, RIM effectue une vérification diligente préliminaire sur Certicom axée sur ses brevets et licences et, le 11 juillet 2007, RIM et Certicom signent une entente de confidentialité qui inclut un *standstill*, soit une clause empêchant RIM de faire une offre d'acquisition à Certicom sans l'approbation du conseil d'administration de cette dernière, et ce, pendant une période de 12 mois. De l'information confidentielle sur les brevets et licences de Certicom continue à être fournie à RIM durant cette période, dont Chris Wormald (Wormald), vice-président du groupe des alliances stratégiques de RIM, prend connaissance. Sur la base de son étude de ces informations confidentielles obtenues lors du processus de vérification diligente, Wormald conclut que les actions de Certicom sont sous-évaluées.

En juillet et août 2008, le Groupe des alliances stratégiques de RIM, incluant Wormald personnellement, poursuit sa collecte d'information sur Certicom dans le but de relancer les discussions en lien avec l'acquisition, après l'expiration de l'entente de confidentialité, le 11 juillet 2008 ⁷⁷.

Le 20 août 2008, lors d'un souper organisé pour les cadres de RIM, Paul Donald (Donald), vice-président chez RIM, s'adonne à discuter de Certicom avec Wormald pendant environ cinq minutes. La preuve ne permet pas d'établir avec certitude le contenu de leurs propos, mais sur la foi des témoignages livrés devant la CVMO, cette dernière conclut qu'à cette occasion, Wormald a communiqué trois faits à Donald ⁷⁸ :

- RIM avait eu des discussions confidentielles avec Certicom au sujet d'une acquisition potentielle dans le passé, mais ces discussions n'étaient pas en cours en date du 21 août 2008 ;
- RIM était toujours intéressée par l'acquisition potentielle de Certicom ; et
- Selon Wormald, considérant les brevets et licences de Certicom, ses actions étaient sous-évaluées.

Le jour suivant, le 21 août 2008, Donald demande à son courtier d'acheter pour 300 000 \$ d'actions de Certicom à un prix maximal de 1,55 \$ par action. Entre le 21 août et le 15 septembre 2008, Donald achète 200 000 actions de Certicom pour une valeur totale de 305 000 \$ ⁷⁹.

Le 3 décembre 2008, RIM publie un communiqué de presse mentionnant son intention de faire une offre pour acquérir Certicom. Une offre hostile lancée le 10 décembre 2008 est retirée le 20 janvier 2009 et s'ensuivent des négociations aux termes desquelles RIM achète, par voie de plan d'arrangement, toutes les actions ordinaires de Certicom au prix de 3,00 \$ par action ⁸⁰, nouvelle annoncée par Certicom le 10 février 2009. Le 26 mars 2009, Donald reçoit un montant de 600 000 \$ pour ses actions de Certicom ⁸¹.

Le personnel de la CVMO formule deux reproches à l'endroit de Donald :

- D'avoir commis une opération d'initié en achetant des actions de Certicom alors qu'il était en possession d'informations privilégiées en lien avec l'acquisition potentielle de Certicom par RIM. Selon la CVMO, Donald était en rapport particulier avec Certicom par suite de sa conversation avec Wormald, principalement :
 - soit parce qu'il avait obtenu de l'information privilégiée concernant l'acquisition de Wormald qui était lui-même en rapport particulier avec Certicom, à la connaissance de Donald ;
 - soit parce qu'il était un dirigeant de RIM, une compagnie qui était en rapport particulier avec Certicom parce que « [it] is proposing to make a take-over bid for the securities » ⁸² de Certicom ; et
- D'avoir agi de manière contraire à l'intérêt public.

2. Analyse

La CVMO rappelle d'entrée de jeu le fardeau de preuve applicable, en se référant à *McDougall* ⁸³, avant de se pencher sur les deux reproches qui sont analysés ci-dessous.

a) *Infraction de délit d'initié*

Selon l'article 76(5)a)(ii) LVMO (la version en vigueur à l'époque), une personne ou une compagnie entre en rapport particulier avec une autre compagnie lorsque la première « is proposing to make a take-over bid » sur la deuxième. Pour conclure en ce sens, la CVMO indique que « there must have been some significant level of involvement and approval of the process at the highest corporate levels at RIM » ⁸⁴.

Selon la CVMO, la preuve a révélé qu'en août 2008, bien que les membres du Groupe d'alliances stratégiques de RIM préparent un « pitch book » destiné à la haute direction de RIM sous la supervision intermittente de Wormald, son contenu est seulement présenté au président-directeur général en septembre ou octobre 2008 ⁸⁵. En août 2008, les résultats de la vérification diligente sur les brevets et licences de Certicom n'ont pas été présentés au conseil d'administration de RIM, le président-directeur général de RIM n'a pas encore pris de décision concernant l'acquisition potentielle, il n'y a eu aucune communication entre ce dernier et le président-directeur général de Certicom et aucun expert financier ou juridique n'a été retenu (selon la CVMO, il s'agit habituellement de l'une des premières étapes dans le cadre d'une acquisition) ⁸⁶. La preuve a également révélé que les dirigeants de RIM sont ajoutés à la « In the Know List » concernant l'acquisition uniquement le 19 novembre 2008 et c'est le 24 novembre 2008 que le conseil d'administration de RIM autorise les dirigeants de RIM à aller de l'avant avec l'acquisition.

La CVMO conclut de cette preuve que « notwithstanding the considerable amount of due diligence that had been undertaken by the Strategic Alliances Group, RIM's interest in acquiring Certicom had not evolved into a proposal to do so » ; RIM n'était donc pas en rapport particulier avec Certicom en août 2008 ⁸⁷. En conséquence, Wormald et Donald ne l'étaient pas non plus ⁸⁸. Il ne peut donc y avoir eu contravention aux dispositions de la LVMO relatives aux transactions d'initiés en l'absence d'un rapport particulier.

La CVMO poursuit néanmoins son analyse et qualifie les trois faits appris par Donald de Wormald de faits importants puisque selon elle, s'ils avaient été divulgués au public, ils auraient eu un impact significatif sur le prix des actions de Certicom [89](#). La CVMO rappelle que la matérialité de faits s'évalue à la lumière de plusieurs facteurs, notamment la taille de la compagnie, la nature de l'information, la volatilité des valeurs mobilières de la compagnie et la nature des opérations de la compagnie [90](#). La CVMO applique par ailleurs ce qu'elle appelle le « American reasonable investor test » – très similaire au test prévu à la LVMQ – et conclut qu'il est « substantially likely » qu'un investisseur raisonnable ait considéré les trois faits appris par Donald de Wormwald comme importants dans sa décision de transiger sur les titres de Certicom, particulièrement l'opinion de Wormald quant à la sous-évaluation des titres de Certicom, basée sur la vérification diligente confidentielle effectuée par RIM [91](#).

b) **Conduite contraire à l'intérêt public**

Tel qu'il a été mentionné précédemment, le personnel de la CVMO demande par ailleurs à la CVMO d'invoquer sa « juridiction d'intérêt public » et d'émettre une ordonnance en vertu de l'article 127 LVMO au motif que le fait pour Donald, un participant aux marchés des capitaux, d'avoir fait usage d'informations confidentielles obtenues en raison de son poste chez RIM en vue de l'achat d'actions de Certicom est contraire à l'intérêt public.

Le moment des achats de Donald, soit le lendemain de sa discussion avec Wormald, « virtually compels the inference » que Donald a acheté des actions de Certicom en raison de sa conversation avec Wormald et de sa connaissance des trois faits [92](#). Même si l'intérêt de RIM envers Certicom ne passait pas encore le test requis pour l'établissement d'un rapport particulier au sens de la LVMO, il n'en demeure pas moins que RIM considère activement l'acquisition de Certicom, laquelle se matérialise d'ailleurs peu de temps après.

La CVMO ayant conclu que les trois faits appris par Donald de Wormald sont des faits importants et qu'ils ont motivé les transactions de Donald, elle détermine ensuite que Donald, un investisseur d'expérience avec une connaissance sophistiquée du domaine des communications, devait savoir que ces trois faits étaient confidentiels et non connus du public, que s'ils avaient été divulgués, ils auraient eu un impact significatif sur le titre de Certicom et que ces trois faits lui avaient été divulgués dans l'expectative qu'il ne s'en serve pas à son profit personnel.

La CVMO considère qu'en procédant à des achats d'actions de Certicom sur la foi des informations reçues de Wormald dans le cadre d'une activité reliée à son emploi, Donald a failli au haut standard de comportement auquel elle s'attend des participants aux marchés des capitaux et des dirigeants de compagnies publiques. Ce comportement mine l'intégrité des marchés des capitaux de l'Ontario et est contraire à l'intérêt public [93](#).

3. **Observations**

Quels enseignements spécifiques tire-t-on de cette décision ?

- Par cette décision, la CVMO rappelle aux dirigeants de sociétés publiques ses attentes élevées à leur endroit et leur envoie un message clair qu'elle acceptera d'exercer sa compétence d'intérêt public pour sanctionner un comportement se rapprochant d'un délit d'initié même lorsque l'autorité réglementaire a fait défaut d'apporter une preuve suffisante de la commission d'un tel délit d'initié ; et
- En agissant ainsi, la CVMO utilise effectivement l'article 127 LVMO comme source d'une infraction moindre et incluse. Cette pratique soulève de nombreuses questions que nous ne comptons pas aborder dans le cadre du présent article.

Mentionnons qu'à la suite de cette décision, la LVMO a été modifiée pour inclure, dans la disposition sur les délits d'initié et le rapport particulier, le langage suivant : « une personne ou une compagnie qui examine ou évalue la possibilité ou qui a l'intention de faire une offre d'achat visant à la mainmise » ou de participer à une réorganisation, à une fusion, à un arrangement ou à un regroupement. Avec cette nouvelle formulation, il est très probable que RIM, Wormald et Donald aient été considérés comme des personnes en rapport particulier avec Certicom et la CVMO aurait alors certainement conclu que Donald avait commis un délit d'initié, plutôt que d'avoir à se rabattre sur son pouvoir d'agir dans l'intérêt public.

CONCLUSION

Les délits d'initiés demeurent, dans l'esprit des tribunaux spécialisés, « a cancer which erodes public confidence in the capital markets » [94](#). Ceci dit, forts des enseignements tirés de Walton, les tribunaux spécialisés prendront soin de regarder, à la pièce, la preuve circonstancielle relative à chaque chef d'infraction [95](#) et feront preuve de prudence avant de tirer des inférences de cette preuve circonstancielle, afin de ne pas traverser la ligne et tomber dans la spéculation.

* M^{ES} AndréAnne Fortin, Caroline Larouche et Sophie Melchers sont avocates chez Norton Rose Fulbright Canada. Les auteures remercient Pierre-François Tétreault, étudiant en droit chez Norton Rose Fulbright Canada S.E.N.C.R.L., s.r.l. pour sa contribution à la rédaction de cet article.

[1.](#) Au fédéral, le *Code criminel*, L.R.C. (1985), ch. C 46 et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), ch. C 44 prévoient des interdictions et des sanctions en matière de délits d'initié aux articles 382.1 et 131 respectivement.

[2.](#) *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, RLRQ, c. V 1.1, art. [187](#) (LVMQ).

[3.](#) *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, c. S.5, art. 76(1) (LVMO).

[4.](#) Art. [188](#) LVMQ.

[5.](#) Art. 76(2) LVMO.

[6.](#) Eu égard aux infractions de délits d'initié, voir plus précisément les articles [187-188](#).

[7.](#) Voir plus précisément l'article 76.

[8.](#) *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Alberta, R.S.A. 2000, c. S 4 (LVMA) ; voir plus précisément l'article 147.

[9.](#) Le *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision*, RLRQ, c. A 33.2, r. 1, prévoit, à son article [81](#), que le tribunal est assujéti à la règle de la prépondérance de preuve. Voir aussi Raymonde Crête et Jérôme Paradis, *Délits d'initiés*, JurisClasseur Québec – Collection Droit des affaires – Valeurs mobilières, Fascicule 7, par. 124.

[10.](#) *F.H. c. McDougall*, [2008] 3 R.C.S. 41, [EYB 2008-148155](#), par. 46 (*McDougall*).

[11.](#) *Re Azeff*, 2015 LNONOSC 196 (QL) (*Azeff*), par. 41 42 ; *Re Hagerty*, 2014 ABASC 237, par. 132 (*Hagerty*) ; *Re Waheed*, 2014 LNONOSC 543 (QL), par. 60 61 ; *Walton v. Alberta (Securities Commission)*, 2014 ABCA 273, par. 18 et 25 29 (*Walton*).

[12.](#) *Walton*, par. 18. En appel de la décision *Holtby (Re)*, 2013 ABASC 45 (*Holtby*). Demande d'autorisation d'appel à la Cour suprême du Canada refusée, 26 mars 2015

(dossier 36140).

[13.](#) *Keith, Re*, 2012 ABASC 382, 8.

[14.](#) Voir aussi *Somji, Re*, 2012 ABASC 444, par. 32.

[15.](#) *Walton*, par. 25 29 ; *Azeff*, par. 48 49.

[16.](#) *Alberta Union of Provincial Employees v. Alberta*, 2010 ABCA 216.

[17.](#) *Walton*, par. 27 ; passage cité avec approbation dans *Hagerty*, par. 127.

[18.](#) *AMF c. Pharand*, 2014 QCBDR 112 (*Pharand*), confirmée par la Cour du Québec, division administrative et d'appel, le 21 septembre 2016 (C.Q. 500-80-029660-140).

[19.](#) *AMF c. Bertrand*, 2012 QCBDR 97 (*Bertrand*).

[20.](#) *Donald (Re)* (2012), 35 O.S.C.B. 7383 (*Donald*).

[21.](#) *Holtby*, par. 672.

[22.](#) *Walton*, par. 52.

[23.](#) *Walton*, par. 68.

[24.](#) *Walton*, par. 71.

[25.](#) *Walton*, par. 72.

[26.](#) *Walton*, par. 74.

[27.](#) *Walton*, par. 84.

[28.](#) *Walton*, par. 85.

[29.](#) *Ibid.*

[30.](#) *Walton*, par. 85.

[31.](#) Dale Holtby est le sixième des intimés et le seul n'ayant pas porté la décision de la CVMA en appel.

[32.](#) *Walton*, par. 98.

[33.](#) *Walton*, par. 92.

[34.](#) *Walton*, par. 95 96.

[35.](#) *Walton*, par. 100.

[36.](#) *Walton*, par. 103 et 108 109.

[37.](#) *Walton*, par. 108.

[38.](#) *Walton*, par. 117.

[39.](#) *Walton*, par. 125.

[40.](#) *Walton*, par. 124.

[41.](#) *Walton*, par. 119.

[42.](#) *Walton*, par. 122.

[43.](#) *Walton*, par. 121.

[44.](#) *Walton*, par. 126.

[45.](#) *Walton*, par. 122.

[46.](#) *Walton*, par. 146.

[47.](#) *Walton*, par. 137.

[48.](#) Art. 1(1) LVMO.

[49.](#) *Azeff*, par. 231.

[50.](#) *Azeff*, par. 232.

[51.](#) *Azeff*, par. 230.

[52.](#) *Azeff*, par. 233.

[53.](#) *Azeff*, par. 247.

[54.](#) *Azeff*, par. 249.

[55.](#) *Azeff*, par. 253 255.

[56.](#) *Azeff*, par. 284.

[57.](#) *Azeff*, par. 286.

[58.](#) *Azeff*, par. 285.

[59.](#) *Azeff*, par. 294.

[60.](#) *Azeff*, par. 326.

[61.](#) *Azeff*, par. 327.

[62.](#) *Ibid.*

[63.](#) *Pharand*, par. 71 74.

[64.](#) *Pharand*, par. 88.

[65.](#) Sur laquelle l'AMF s'est appuyée dans le cadre de son appel, qui est en délibéré à la date de rédaction de cet article.

[66.](#) *Pharand*, par. 157.

[67.](#) *Pharand*, par. 173.

[68.](#) *Pharand*, par. 211.

[69.](#) *Bertrand*, par. 117.

[70.](#) Une quarantaine sur les transactions d'actions de Mega Brands par les dirigeants de la compagnie est imposée après l'annonce du décès de Kenny Sweet, mais cette quarantaine est levée à compter du 14 décembre 2005 à 11 h 22.

[71.](#) *Bertrand*, par. 107.

[72.](#) *Bertrand*, par. 108 115.

[73.](#) *Bertrand*, par. 137.

[74.](#) *Bertrand*, par. 127.

[75.](#) *Bertrand*, par. 159.

[76.](#) *Bertrand*, par. 89.

[77.](#) *Donald*, par. 78.

[78.](#) *Donald*, par. 252.

[79.](#) *Donald*, par. 5 6.

[80.](#) *Donald*, par. 114.

[81.](#) *Donald*, par. 8.

[82.](#) Le texte de l'article 76(5)a)(ii) LVMO a depuis été modifié.

[83.](#) *Donald*, par. 30 31.

[84.](#) *Donald*, par. 214.

[85.](#) *Donald*, par. 220 et 230.

[86.](#) *Donald*, par. 230.

[87.](#) *Donald*, par. 229.

[88.](#) *Donald*, par. 243.

[89.](#) *Donald*, par. 271 et 273.

[90.](#) *Donald*, par. 272.

[91.](#) *Donald*, par. 274.

[92.](#) *Donald*, par. 261.

[93.](#) *Donald*, par. 315 319 et 323 324.

[94.](#) *Azeff*, par. 36 ; *Re Donnini* (2002), 25 O.S.C.B. 6225, par. 202 citant *Re MCJC Holdings* (2002), 25 O.S.C.B. 1133, 1135.

[95.](#) *Azeff*, par. 9 10.

Date de dépôt : 12 octobre 2016

