

LA RESPONSABILITÉ CIVILE DES RÉGULATEURS EN VALEURS MOBILIÈRES : QUELLE PORTÉE POUR LA MISSION DE PROTECTION DES INVESTISSEURS EN DROIT CIVIL?*

Stéphane Rousseau**

Suite à l'éclatement du scandale Norbourg, des recours civils ont été intentés par des investisseurs contre l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour laxisme dans l'application de la loi. Plus particulièrement, les recours reprochaient à l'AMF de ne pas avoir détecté, voire empêché les manoeuvres frauduleuses commises chez Norbourg. En raison du règlement intervenu dans le cadre de ces recours, nous avons été privés de décisions traitant de la responsabilité civile d'un régulateur en valeurs mobilières, alors que nous retrouvons des arrêts d'importance sur cette question en common law.

L'objectif de cette étude est d'explorer les enjeux soulevés par la responsabilité des régulateurs en valeurs mobilières sous l'angle du droit civil, en nous intéressant à l'AMF. Pour ce faire, nous mettrons en relief les considérations de nature politique en les rattachant aux conditions d'application de la responsabilité civile. Nous ferons valoir que les justifications invoquées à l'encontre de la responsabilité des régulateurs en common law trouvent également écho en droit civil et se reflètent dans les conditions du régime. Pour cette raison, nous préconisons une approche restrictive dans l'application du régime de responsabilité civile aux régulateurs.

In the wake of the Norbourg scandal, civil actions were brought by some of the investors against the Autorité des marchés financiers (AMF) for being lax in its application of the law. Specifically, the actions blamed the AMF for not having detected or, ideally, prevented Norbourg's fraudulent schemes. Because the cases were settled out of court, we were deprived of decisions dealing with a securities regulator's

* La présente étude a été présentée au *Civil Law Seminar* de l'Institut national de la magistrature sur le thème *Emerging Issues in Corporate, Commercial and Insolvency Law*. L'auteur remercie le Pr Stéphane Beaulac qui a commenté une version préliminaire de l'étude. Il tient aussi à souligner la précieuse assistance de Gabriel Faure et de Félix Touzin à titre d'auxiliaires de recherche.

** Professeur titulaire de la Chaire en gouvernance et droit des affaires, Faculté de droit, Université de Montréal.

civil liability, although there are some important decisions on this issue in the common law jurisdictions.

This analysis explores the issues raised by the liability of securities regulators in civil law, looking specifically at the AMF. It highlights the political considerations and ties them to the conditions for finding that civil liability applies. It takes the view that the arguments against the regulators' liability in common law also play a role in civil law, and are reflected in the conditions of the legal regime. For this reason, we advocate a narrow approach when applying the civil liability framework to regulators.

Le 25 août 2005, la mise au jour du scandale Norbourg a secoué les marchés financiers québécois¹. Nous apprenions alors qu'une fraude colossale avait été commise chez Norbourg gestion d'actif qui agissait à titre de conseiller en valeur et de gérant de fonds d'investissement pour des milliers d'investisseurs. Près des deux tiers de l'actif de Norbourg, à savoir 130 M\$, avait disparu, résultat de détournements frauduleux rendus possibles par la falsification d'états de compte, de factures et d'états financiers².

Suite à l'éclatement de ce scandale, des recours civils ont été intentés par des investisseurs et par l'Autorité des marchés financiers contre les principaux présumés acteurs de cette fraude³. Ces recours visent également les sentinelles (*gatekeepers*) qui fournissaient des services à Norbourg et étaient censés voir aux intérêts des investisseurs, à savoir les gardiens de valeurs et les vérificateurs-comptables. Récemment, un règlement hors cours est intervenu entre les parties, prévoyant une indemnisation de

¹ Pour une vue d'ensemble des faits et des enjeux de ce scandale, voir Radio-Canada, *Norbourg – Quelles leçons en tirer?*, en ligne : <http://www.radio-canada.ca/nouvelles/Economie-Affaires/2005/11/23/005-Norbourg_scandale_eclate.shtml>. Voir aussi les informations disponibles sur le site de l'Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/dossiers-heure/norbourg.fr.html>>.

² Voir Richard Messier, *Administration provisoire Norbourg – Rapport provisoire au ministre des Finances et à l'Autorité des marchés financiers*, Ernst & Young, 2005, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/consommateur/dossier-norbourg/norbourg-rapportfinal-26-09-05.pdf>>; Antoine Leduc, dir., *Les récents scandales financiers au Québec en matière de fonds communs de placement*, dans Association du Barreau canadien, division Québec, Actes de la formation juridique permanente 2008, vol 1, Cowansville (Qc), Yvon Blais.

³ Pour une vue d'ensemble de ces recours, voir David Habib, «La saga Norbourg: une rétrospective», *SOQUIJ, L'express*, vol 2, n° 22, 3 juin 2011, en ligne : <<http://soquij.qc.ca/fr/ressources-pour-tous/articles/la-saga-norbourg-une-retrospective>>.

55 millions de dollars pour les investisseurs⁴. Du côté criminel et pénal, le principal architecte de la fraude, Vincent Lacroix, a été déclaré coupable de 51 chefs d'accusation pour des infractions à la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵ et a plaidé coupable aux 200 chefs d'accusation portés contre lui en vertu du *Code criminel*⁶.

Devant l'ampleur de ce scandale, plusieurs commentateurs ont critiqué l'Autorité des marchés financiers (AMF) et sa prédécesseure, la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), pour ne pas avoir détecté, voire empêché, les manœuvres frauduleuses commises chez Norbourg⁷. Ces critiques se sont transportées dans l'arène judiciaire dans deux recours collectifs visant notamment l'AMF pour laxisme dans l'application de la loi. Ces deux recours ont donné lieu à des décisions interlocutoires comportant des commentaires particulièrement intéressants. Dans *Pellemans c Lacroix*⁸, alors qu'il était saisi d'une requête en autorisation d'exercer un recours collectif, le tribunal a statué que les allégations des requérants satisfaisaient les exigences de l'article 1003 du *Code de procédure civile* en soulignant que « les fautes reprochées à l'AMF pourraient amener le Tribunal saisi du fond du litige, à la conclusion qu'elles justifient les conclusions recherchées, c'est-à-dire la responsabilité de l'AMF »⁹. Dans *Rosso c Autorité des marchés financiers*¹⁰, bien qu'il ait rejeté la requête en autorisation, le tribunal a tout de même considéré que le requérant avait établi une apparence sérieuse de droit quant à la responsabilité de l'AMF. Dans chacune de ces décisions, les commentaires du tribunal manifestent une volonté d'ancrer l'analyse de la question dans le droit civil, conformément aux enseignements de la Cour suprême.

⁴ Ce règlement hors cours a été approuvé par la Cour supérieure : *Pellemans c Lacroix*, 2011 QCCS 1345.

⁵ *Autorité des marchés financiers c Lacroix*, 2007 QCCQ 12907 ; 2008 QCCQ 234 (disponible sur CanLII); inf 2008 QCCS 2998 (disponible sur CanLII) ; 2009 QCCA 1559 (disponible sur CanLII). Voir, en général, Anne-Marie Boisvert, Hélène Dumont et Alexandre Stylios, « En marge de l'affaire Norbourg : les enjeux substantifs et punitifs suscités par le double aspect, réglementaire et criminel, de certains comportements frauduleux dans le domaine des valeurs mobilières » (2009) 50 C de D 469 ; Stéphane Rousseau, « Scandale Norbourg : la nécessité d'imposer une peine exemplaire », *Le Devoir*[de Montréal] (3 mars 2009).

⁶ *R c Lacroix*, 2009 QCCS 4519.

⁷ Voir, par exemple, Michèle Boisvert, « Norbourg : une enquête publique », *La Presse Affaires* (24 avril 2006) à la p 7; « L'AMF montrée du doigt », Radio-Canada (18 mai 2006) en ligne : <<http://www.radio-canada.ca/nouvelles/Economie-Affaires/2006/05/18/006-Norbourg-scandale-AMF-attaquee.shtml>>.

⁸ 2006 QCCS 5080 [*Pellemans*].

⁹ *Ibid* au para 106.

¹⁰ 2006 QCCS 5271 [*Rosso*].

Les décisions rendues dans *Pellemans* et *Rosso* paraissent trancher avec la jurisprudence de common law plus réfractaire à la responsabilité des organismes de réglementation des marchés financiers¹¹. Il est certes tentant d'attribuer cette divergence aux différences conceptuelles et méthodologiques entre la common law et le droit civil. Tout en admettant l'existence de ces différences, nous devons prendre garde de ne pas leur donner une importance démesurée. Rappelons que les décisions *Pellemans* et *Rosso* ont été rendues au stade interlocutoire où les faits sont tenus pour avérés. Plus important encore, il suffit pour le requérant d'établir une apparence sérieuse de droit. Ce contexte ne se prête pas à une analyse approfondie des conditions d'application du régime de responsabilité civile. Or, la responsabilité civile d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières (« régulateur ») soulève des questions délicates mariant le droit et la politique publique. L'analyse est d'autant plus complexe en droit civil que la politique publique s'imbrique directement dans les conditions du régime.

En raison du règlement intervenu dans le cadre de ces recours, nous n'avons pas eu l'occasion de bénéficier d'une analyse judiciaire sur le fond de cette question¹². Dans cette perspective, l'objectif de la présente étude est d'examiner les enjeux soulevés par la responsabilité des régulateurs sous l'angle du droit civil, en nous intéressant plus particulièrement à l'Autorité des marchés financiers. Pour ce faire, nous mettrons en relief les considérations de nature politique en les rattachant aux conditions d'application du régime. Nous ferons valoir que les justifications invoquées à l'encontre de la responsabilité de ces organismes en common law trouvent également écho en droit civil et se reflètent dans les conditions du régime. Pour cette raison, nous préconisons une approche restrictive dans l'application du régime de responsabilité civile aux régulateurs.

L'étude est divisée en deux parties. Dans la première, nous présentons une vue d'ensemble du rôle des régulateurs, en nous intéressant plus spécifiquement à l'Autorité des marchés financiers. Dans la seconde, nous

¹¹ Pour une vue d'ensemble, voir *Cooper c Hobart*, 2001 CSC 79, [2001] 3 RCS 537 [*Cooper*]; David Cohen, « Government Liability for Economic Losses : The Case of Regulatory Failure » (1992) 20 Can Bus LJ 215.

¹² Pour des réflexions fondamentales sur la notion de confiance et les fraudes financières, voir Mario Naccarato, « La juridicité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 RGD 457; Raymonde Crête, Marc Lacoursière et Cinthia Duclos, « La rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 RGD 523; Raymonde Crête, « Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 RGD 581.

examinons l'application du régime de la responsabilité civile à l'Autorité des marchés financiers.

*1. Le Rôle des Régulateurs : Un Regard Particulier
sur l'Autorité des Marchés Financiers*¹³

1) Raison d'être des régulateurs

Le recours aux régulateurs se justifie par plusieurs motifs liés à l'inhabilité des structures existantes à exercer la fonction de régulation économique. Tout d'abord, la relative autonomie de ces organismes vise à éviter la politisation de la fonction en permettant une intervention dans un cadre non partisan, qui soit à l'abri des pressions des groupes d'intérêts et de celles du pouvoir politique.

La création de tels organismes répond également à des objectifs de rapidité, de flexibilité et de spécialisation, lesquels peuvent être plus difficilement atteints par le biais des canaux traditionnels du Parlement, de l'administration centrale et des tribunaux judiciaires. En raison de l'évolution rapide du marché des valeurs mobilières, il est nécessaire d'en confier la surveillance à une autorité administrative autonome, qui est en mesure de réagir avec célérité par le recours à des mécanismes souples et peu formalistes. La complexité inhérente à ce marché nécessite de plus la mise sur pied d'une équipe multidisciplinaire formée de personnes possédant une bonne connaissance et compréhension de ce secteur.

Comme pour tous les organismes administratifs autonomes, la création des régulateurs s'explique également par la nécessité de prévoir un forum impartial pour l'exercice de fonctions à caractère juridictionnel. La détermination des droits et des obligations des intéressés et l'appréciation de l'intérêt public dans le cadre d'un processus quasi judiciaire, de même que l'imposition de sanctions en cas de contravention à la réglementation ou en cas d'abus constituent en effet des tâches que l'administration centrale peut difficilement assumer.

L'exercice de la fonction quasi judiciaire par des organismes multifonctionnels investis de fonctions d'encadrement a toutefois fait l'objet de critiques. L'essence de ces critiques était résumée ainsi par le Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier mis sur pied par le Gouvernement du Québec :

¹³ Cette section s'inspire de Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « Certains pouvoirs de la Commission des valeurs mobilières vus sous un angle constitutionnel » (1994) 28 RJT 1.

Nous constatons que le principal problème de toute autorité administrative exerçant à la fois des fonctions d'encadrement et des fonctions quasi judiciaires concerne la garantie d'indépendance et d'impartialité des personnes chargées d'exercer les fonctions quasi judiciaires par rapport aux autres tâches d'encadrement.¹⁴

Au Québec, ces critiques ont influé sur le législateur lors de la création de l'AMF destinée à centraliser l'encadrement des marchés financiers québécois. En effet, le législateur a alors choisi de créer un organisme administratif autonome, le Bureau de décision et de révision (BDR) exerçant les pouvoirs quasi judiciaires autrefois confiés à la Commission des valeurs mobilières du Québec¹⁵. Comme le souligne une auteure « [l]a délégation des pouvoirs quasi-judiciaires à un organisme indépendant comme le Bureau de révision a pour but d'éviter toute apparence de partialité qui peut être générée lorsque seul un organisme peut rendre et réviser les décisions »¹⁶.

2) *La mission de l'Autorité des marchés financiers*

L'AMF a été mise sur pied dans la foulée de la réforme de l'encadrement du secteur financier lancée en 2002 par l'adoption de la *Loi sur l'agence nationale d'encadrement du secteur financier*¹⁷ (devenue la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*). La loi a regroupé la mission d'administrer l'ensemble des lois régissant le secteur financier au Québec sous l'égide d'un organisme d'encadrement unique, l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier, devenue ensuite l'Autorité des marchés financiers¹⁸. L'AMF s'est vue confier les responsabilités d'encadrement dans le secteur financier qui incombaient auparavant à la Commission des valeurs mobilières du Québec, ainsi que les activités qui relevaient de l'Inspecteur général des institutions financières, du Bureau des services financiers, du Fonds d'indemnisation des services financiers et de la Régie de l'assurance-dépôts du Québec.

¹⁴ Québec, groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, Rapport final, 2001 à la p 55.

¹⁵ Voir Stéphane Rousseau, *L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : une étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*, Étude préparée pour le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008.

¹⁶ Carole Turcotte, *Le droit des valeurs mobilières*, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2005 à la p 25.

¹⁷ LQ 2002, c 45.

¹⁸ Un bureau de transition est institué en 2003 et l'AMF est créée le 1^{er} février 2004. Voir en général Turcotte, *supra* note 16 aux pp 18-28.

La fonction caractéristique de l'AMF est celle de la régulation économique par laquelle l'État peut surveiller, promouvoir et orienter le marché des valeurs mobilières en modifiant le comportement des acteurs économiques. Selon la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*¹⁹, l'AMF exerce ses fonctions et pouvoirs de manière :

1° à favoriser la confiance des personnes et des entreprises à l'égard des institutions financières et autres intervenants du secteur financier quant à leur solvabilité et à l'égard de la compétence des agents, des conseillers, des courtiers, des représentants et des autres intervenants qui oeuvrent dans le secteur financier;

2° à promouvoir une offre de produits et services financiers de haute qualité et à un prix concurrentiel pour l'ensemble des personnes et des entreprises dans toutes les régions du Québec;

3° à assurer la mise en place d'un cadre réglementaire efficace favorisant le développement du secteur financier et permettant l'évolution des pratiques de gestion et des pratiques commerciales dans ce secteur;

4° à donner aux personnes et aux entreprises un accès à une information fiable, exacte et complète sur les institutions financières et autres intervenants du secteur financier et sur les produits et services financiers offerts;

5° à assurer la protection du public contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses et à donner accès aux personnes et aux entreprises lésées à divers modes de règlement de différends.

La *Loi sur les valeurs mobilières*²⁰ énumère de façon plus spécifique les différents aspects de cette mission pour le secteur des valeurs mobilières. L'article 276 de la loi prévoit en effet que l'AMF est chargée:

1. de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières;
2. d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses;
3. de régir l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci;

¹⁹ LRQ c A-33.2, art 8.

²⁰ LRQ c V-1.1 [LVM].

4. d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières.

En résumé, l'AMF « a donc un rôle de surveillance des marchés financiers, de protection des investisseurs et du public et de régulateur du commerce des valeurs mobilières »²¹. Les objectifs de cette mission comportent deux critères fondamentaux, qui sont d'application très large, soit le bon fonctionnement du marché et la protection des épargnants. Même si la loi ne définit pas ces concepts, nous pouvons néanmoins en dégager les principales composantes à la lumière de la législation, de la jurisprudence et de la littérature économique et juridique²².

Le premier de ces concepts réfère habituellement à des objectifs d'ordre économique reliés à l'efficacité des marchés, laquelle est évaluée en fonction de l'efficacité d'allocation, de l'efficacité d'information et l'efficacité d'opération. Ainsi, on considère les marchés comme étant efficaces, s'ils permettent de canaliser les fonds disponibles vers les projets les plus productifs, si les prix des titres reflètent pleinement l'information disponible et enfin s'ils minimisent les coûts de la mise en marché et les frais de transaction des titres²³. En vue d'atteindre ces objectifs d'efficacité, le marché des capitaux doit présenter certaines qualités, notamment une concurrence active entre les émetteurs et entre les investisseurs, la liquidité et la flexibilité du marché, le libre accès à l'information disponible et la minimisation des frais de transaction.

Le deuxième volet qui vise la protection des épargnants peut à certains égards chevaucher le premier dans la mesure où la présence d'un marché efficace constitue un moyen d'assurer cette protection. Par exemple, dans un marché où l'information circule librement et à un coût minimal et où les prix des titres reflètent rapidement toute l'information disponible, il est alors possible pour les investisseurs d'évaluer adéquatement l'opportunité d'un placement en fonction des facteurs de risque et de rendement.

²¹ *Autorité des marchés financiers c Lacroix*, 2007 QCCS 1300 au para 44 [Lacroix].

²² Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2^e éd, Montréal/Paris, Éditions Thémis/Daloz, 2008 à la p 549 et s.

²³ Voir J Peter Williamson, « Les marchés des capitaux du Canada », dans *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol 3, Documentation de base, Ottawa, Consommation et Corporations Canada, 1979 aux pp 30-33; Assemblée nationale du Québec, Commission parlementaire du budget et de l'administration, *Examen des orientations, des activités et de la gestion de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ)*, Document de travail, 21 janvier 1987 aux pp 4-11.

Cependant, la mission de protection des épargnants va au-delà de l'objectif d'efficience, puisqu'elle tient compte aussi de facteurs reliés à l'équité et à l'intégrité du marché dans le but de préserver la confiance du public investisseur²⁴. À cette fin, l'organisme de régulation interviendra pour éviter que certains s'enrichissent aux dépens des autres, notamment en contrôlant les qualités d'honnêteté et de probité des intervenants, en empêchant les comportements frauduleux ou abusifs, en prévenant les conflits d'intérêts et en favorisant l'égalité de traitement entre les investisseurs.

C'est donc dans le cadre de cette mission aussi large, visant à la fois le bon fonctionnement du marché et la protection des épargnants, que l'AMF exerce ses pouvoirs. Son champ d'action est d'autant plus grand, puisqu'elle intervient non seulement sur la base de normes prévues dans la loi et dans les règlements, mais également sur la base du concept imprécis de l'intérêt public qu'elle applique dans l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires²⁵.

3) *La philosophie de la réglementation contemporaine des valeurs mobilières*

Au début du XX^e siècle, le modèle d'encadrement du marché des valeurs mobilières fondé sur le contrôle strict de l'émission des valeurs (communément appelé le modèle *Blue Sky*) est mis en place au niveau des États américains²⁶. En 1911, l'État du Kansas agit comme précurseur à cet égard en adoptant la première *Blue Sky Law* qui visait « non seulement à assurer le dévoilement de l'information, mais aussi à réglementer l'émetteur et les personnes chargées de la vente et de la distribution dans le public »²⁷.

²⁴ David L Johnston et Kathleen Doyle Rockwell, *Canadian Securities Regulation*, 4e éd, Toronto, Butterworths, 2006 aux pp 2-7; *Gregory & Co c Quebec Securities Commission*, [1961] RCS 584 à la p 588; *Brousseau c Alberta Securities Commission*, [1989] 1 RCS 301 à la p 314 [*Brousseau*].

²⁵ *LVM*, art 316; Raymonde Crête, « L'appréciation de l'intérêt public dans le marché des valeurs mobilières: un pouvoir discrétionnaire trop envahissant? », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit commercial* (1992), Cowansville (Qc), Yvon Blais aux pp 21-41.

²⁶ Voir Paul G Mahoney, « The Origins of the Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses », (2003) 46 *J Law & Econ* 229. Voir généralement Louis Loss et Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Publishers, 5^e éd, 2004 à la p 1 et s.

²⁷ Yves Caron, « Aspects du droit des valeurs mobilières (1971) », (1971) 17 *RD McGill* 233 à la p 241. Voir aussi J Peter Williamson, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1960 à la p 11.

Concrètement, la législation *Blue Sky* imposait une obligation d'inscription des valeurs mobilières, des émetteurs et des placeurs. La demande d'inscription s'accompagnait d'une divulgation d'informations qui permettait à l'autorité réglementaire d'exercer son contrôle. Après analyse de l'information, l'autorité accordait à l'émetteur un permis permettant le placement des valeurs si elle estimait que les valeurs mobilières étaient saines et raisonnables et que l'émetteur était en bonne position sur le marché. Les placeurs agissant comme mandataires de l'émetteur étaient soumis à un contrôle analogue de l'autorité. Une fois la demande d'inscription acceptée, les émetteurs et leurs placeurs demeuraient néanmoins assujettis au contrôle de l'autorité qui détenait le pouvoir de la révoquer pour une cause suffisante. La révocation pouvait être décrétée notamment lorsque l'autorité estimait que les investisseurs ne pouvaient bénéficier d'investissements rentables ou qu'elle doutait de l'intégrité et du caractère raisonnable de la conduite des détenteurs de permis.

En somme, la législation de type *Blue Sky* proposait un mode d'encadrement paternaliste du marché des valeurs mobilières. Ce mode d'encadrement n'assurait pas l'investisseur de la qualité de son placement mais lui permettait « au moins de se fier à plus qu'à son propre jugement, utilisant l'expérience et le jugement de la commission comme fonds de scène appréciable »²⁸. Après l'adoption de la première *Blue Sky Law* par le Kansas, plusieurs États américains ont emboîté le pas.

Au Canada, le modèle *Blue Sky* est rapidement repris par des législateurs provinciaux²⁹. Ainsi, en 1912, le Manitoba adopte le *Sale of Shares Act* qui s'inspire grandement de la législation du Kansas. Au cours des années suivantes, les provinces de la Saskatchewan (1914), de l'Alberta (1916) et du Nouveau-Brunswick (1923) font de même³⁰. L'influence du modèle *Blue Sky* en sol canadien se limite toutefois à ces quatre provinces. En effet, malgré l'intérêt suscité, ce modèle n'est pas à proprement parler mis en place dans les autres provinces qui continuent de miser davantage sur la divulgation que sur le contrôle strict des émissions³¹. Durant les années 1920, ce sont les lois destinées à prévenir la fraude qui comblent ce vide en constituant le fondement de la législation

²⁸ Caron, *supra* note 27 à la p 242. Voir aussi Williamson, *supra* note 27 à la p 12.

²⁹ Christopher Armstrong, *Blue Skies and Boiler Rooms : Buying and Selling Securities in Canada, 1870-1940*, Toronto, University of Toronto Press, 1997 aux pp 66-72.

³⁰ Johnston et Rockwell, *supra* note 24 à la p 22.

³¹ Tout de même, depuis 1906, le Québec encadrait les activités des courtiers en valeurs mobilières par l'entremise de la *Loi des licences* qui leur imposait une obligation d'inscription. Voir *Loi des licences*, LQ 1900, c 12, telle qu'amendée par LQ 1906, c 9, art 50.

contemporaine sur les valeurs mobilières³². Ces lois imposaient une obligation d'inscription aux intermédiaires et aux émetteurs. Elles édictaient des dispositions interdisant les actes frauduleux qui étaient sanctionnés par des amendes ou des peines d'emprisonnement. Selon le professeur Caron, ces lois constituaient le premier véritable encadrement du secteur des valeurs mobilières³³.

À compter de la crise de 1929, l'approche *Blue Sky* est toutefois progressivement remise en cause par l'expérience américaine, en raison de son caractère paternaliste et la qualité insatisfaisante de la divulgation. Dans ce contexte, cette approche est délaissée durant les années 1930 au profit d'une approche fondée sur la divulgation qui se met en place avec l'adoption du *Securities Act of 1933* et du *Securities and Exchange Act of 1934* par le Congrès des États-Unis, puis, par l'adoption du *Ontario Securities Act* en 1945 qui jette les bases de la législation contemporaine sur les valeurs mobilières³⁴. En 1955, le Québec suit ce mouvement avec la *Loi concernant les valeurs mobilières*³⁵. L'approche *Blue Sky* demeurera néanmoins présente dans la législation étatique aux États-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, dans la législation des provinces canadiennes.

Depuis cette réforme, la divulgation d'information constitue la pierre angulaire de l'encadrement du marché des valeurs mobilières³⁶.

4) *Les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers*

De manière à permettre à l'AMF de s'acquitter de sa mission et de jouer son rôle d'organisme de régulation économique, de vastes pouvoirs lui ont été conférés. L'AMF dispose notamment de pouvoirs d'enquête et de certains pouvoirs adjudicatifs pouvant affecter les droits ou intérêts des administrés. En parallèle, le BDR est également investi de pouvoirs adjudicatifs importants.

³² Williamson, *supra* note 27 aux pp 20-21. Voir aussi Johnston et Rockwell, *supra* note 24 aux pp 28-30.

³³ Caron, *supra* note 27 à la p 240.

³⁴ Williamson, *supra* note 27 aux pp 31-34.

³⁵ LQ 1954-55, c 11. Cette loi était substantiellement similaire à celles adoptées à la même époque par la Saskatchewan, l'Alberta, le Nouveau-Brunswick et la Colombie-Britannique. Johnston et Rockwell, *supra* note 24 à la p 24. Voir également *R v W McKenzie Securities Ltd. et al*, [1966] 4 CCC 29 (CA Man).

³⁶ Johnston et Rockwell, *supra* note 24 aux pp 3-6.

A. *Pouvoir d'enquête*

L'article 239 *LVM* prescrit le pouvoir de l'AMF d'instituer une enquête « en vue d'assurer l'application de la présente loi et des règlements ou en vue de réprimer les infractions prévues par la présente loi, les infractions aux règlements et les infractions en matière de valeurs mobilières résultant des dispositions adoptées par une autre autorité législative. L'AMF peut également instituer une enquête pour vérifier s'il y aurait lieu de recommander au ministre la nomination d'un administrateur provisoire ». Le pouvoir d'enquête s'exerce donc dans un cadre législatif assez vaste :

L'enquête à laquelle la Loi réfère s'étend au-delà de la simple cueillette et de l'analyse d'éléments de preuve. Elle inclut les mesures visant l'application de la Loi et du Règlement, en vue de réprimer les infractions prévues par la Loi sur les valeurs mobilières ou les infractions prévues au Règlement et les infractions en matière de valeurs mobilières résultant des dispositions adoptées par une autre autorité législative.³⁷

Si l'octroi d'un vaste pouvoir d'enquête à l'AMF est justifié pour lui permettre de réaliser les différents aspects de sa mission de surveillance et de contrôle, la loi accorde aussi à l'AMF les moyens nécessaires pour mener à bien ses investigations. Ainsi, dans la tenue de ses enquêtes, elle peut exercer toutes les attributions d'un juge de la Cour supérieure, sauf celle d'imposer une peine d'emprisonnement³⁸. Elle jouit de la même immunité et des mêmes privilèges que les juges de la Cour supérieure, pour tout acte fait ou omis dans l'exécution de son pouvoir d'enquête³⁹. Elle peut utiliser tous les moyens légaux afin de découvrir la vérité⁴⁰. L'AMF peut assigner des témoins à comparaître et contraindre toute personne à déposer devant elle les livres, papiers, documents et écrits qu'elle juge nécessaires⁴¹. Le défaut de comparaître, le refus de répondre aux questions de l'AMF ou de produire les documents qu'elle exige constitue un outrage au tribunal⁴².

La Loi donne aussi à l'AMF la possibilité de demander au BDR de rendre des ordonnances de nature conservatoire. À titre d'exemple, elle peut demander au BDR d'exercer son pouvoir de blocage en vue ou au cours d'une enquête pour « ordonner à la personne qui fait ou ferait l'objet

³⁷ *Re Mercille*, CVMQ Bull, 1990-12-14, vol XXI, no 50, p 22, à la p 25.

³⁸ *LVM*, art 240.

³⁹ *Loi sur les commissions d'enquête*, LRQ c C-37, art 16.

⁴⁰ *LVM*, art 6(1).

⁴¹ *Ibid*, art 9; voir aussi l'article 242 *LVMQ*.

⁴² *Loi sur les Commissions d'enquête*, *supra* note 39 art 10-12; voir aussi l'article 241 *LVM*.

de l'enquête de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'elle a en sa possession »⁴³.

B. Pouvoirs d'ordonnance

Les législateurs désirant que les régulateurs puissent assurer une mise en œuvre efficace des lois sur les valeurs mobilières, ils leur ont attribué de considérables pouvoirs adjudicatifs. Au Québec, suivant la récente modernisation du système d'encadrement des marchés financiers, une frontière a toutefois été érigée pour séparer l'exercice des pouvoirs normatifs et adjudicatifs autrefois exercés par la CVMQ. Il en résulte que contrairement à ses homologues canadiens, l'AMF ne peut directement exercer de nombreux pouvoirs adjudicatifs prévus à loi québécoise sur les valeurs mobilières, devant plutôt se contenter de demander au BDR d'exercer les pouvoirs dont il est investi.

Malgré la création de cette frontière, l'AMF demeure habilitée à prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la *LVM* en vertu de l'article 272.1 de cette loi. Elle dispose également du pouvoir de demander au tribunal, lorsqu'elle estime que l'intérêt public le justifie, de déclarer qu'une personne a fait défaut de respecter une obligation prévue par la loi ou un règlement, et de condamner cette personne à payer des dommages-intérêts à raison du préjudice causé à autrui⁴⁴.

En parallèle, le BDR peut, en vertu de l'article 94 de la *Loi sur l'autorité des marchés financiers*⁴⁵, prendre toute mesure propre à assurer le respect de la *LVM*. Il possède aussi le pouvoir d'imposer une pénalité administrative lorsqu'il constate une violation de la législation sur les valeurs mobilières⁴⁶. En outre, le BDR possède des pouvoirs pouvant être exercés en l'absence de transgression de la législation sur les valeurs mobilières. Au nombre des pouvoirs du BDR qui ne sont pas soumis à des conditions préalables particulières et qui peuvent être exercés en l'absence de transgression, un des plus importants est sans conteste le pouvoir d'interdiction qui peut être exercé, entre autres, dans le but d'interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs⁴⁷. Parmi les autres pouvoirs pouvant être exercés par le BDR dans des circonstances similaires, il est possible de constater qu'il peut interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'une société⁴⁸,

⁴³ *LVM*, art 249.

⁴⁴ *Ibid*, art 269.2. Voir *Lacroix*, *supra* note 21.

⁴⁵ LRQ c A-33.2.

⁴⁶ *LVM*, art 273.1.

⁴⁷ *Ibid* art 265.

⁴⁸ *Ibid* art 273.3.

prononcer un blâme contre une personne inscrite ou un organisme d'autoréglementation⁴⁹, émettre une ordonnance de blocage de fonds⁵⁰ ou même refuser le bénéfice d'une dispense prévue par la loi⁵¹. Tout comme l'AMF, le BDR se doit, dans l'exercice de ses pouvoirs, de se guider en fonction du concept flou et englobant de l'intérêt public⁵².

2. *L'application du Régime de Responsabilité Civile aux Régulateurs: Le Cas de l'Autorité des Marchés Financiers du Québec*

1) *Le champ d'application du régime de responsabilité de droit commun : les approches divergentes du droit civil et de la common law*

A. Le régime général de responsabilité extracontractuelle en droit civil

Dans la perspective du droit québécois, un régulateur est une personne morale de droit public⁵³. En vertu de l'article 1376 CcQ, le régime de responsabilité civile extracontractuelle applicable aux personnes morales de droit public relève du *Code civil*, sous réserve des autres règles de droit qui leur sont applicables⁵⁴. L'étude de la responsabilité civile extracontractuelle d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières s'effectue donc au regard du régime édicté par l'article 1457 CcQ.

Ce principe doit toutefois être nuancé pour tenir compte des autres règles de droit régissant l'organisme, en tant que personne morale de droit public⁵⁵. Ces autres règles peuvent être issues de la législation, comme le reconnaît d'ailleurs l'article 300 CcQ. Elles peuvent aussi découler de la common law de droit public⁵⁶. Ces règles visent à permettre l'aménagement d'un régime de responsabilité reflétant les particularités de

⁴⁹ *Ibid* art 273.

⁵⁰ *Ibid* art 249.

⁵¹ *Ibid* art 264.

⁵² *Ibid* art 323.5. À cet effet, voir aussi les commentaires de la CVMQ dans : *Re Bombardier Inc.*, (2002) 33 BCVMQ n° 43, 15.

⁵³ *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, LRQ c A-33.2, art 1. Voir *Autorité des marchés financiers c Lacroix*, *supra* note 21 au para 42; *Pellemans*, *supra* note 8 aux para 70-74; *Forget c Commission des valeurs mobilières du Québec*, JE 93-1359 (CS Qc) [*Forget*].

⁵⁴ *Prud'homme c Prud'homme*, [2002] 4 RCS 663 au para 31 [*Prud'homme*].

⁵⁵ Paul Martel, « Les personnes morales », dans *La réforme du Code civil*, t 1, Sainte-Foy (Qc), Presses de l'Université Laval, 1993 à la p 195; Claude Masse, « La responsabilité civile », dans *La réforme du Code civil*, t 2, Sainte-Foy (Qc), Presses de l'Université Laval, 1993 à la p 268.

⁵⁶ Jean-Louis Baudouin et Patrice Deslauriers, *La responsabilité civile*, 7^e éd, vol 1, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2007 aux para 1-127 et 1-154.

l'action gouvernementale, comme le soulignait la Cour suprême dans l'arrêt *Finney* :

La prudence du législateur reflète la spécificité de l'administration publique, ainsi que la diversité et la complexité des tâches qui lui sont dévolues. Fort souvent, l'appréciation judiciaire de sa conduite et de ses décisions qu'entraînerait l'application pure et simple, sans nuance, du régime de droit commun, ne permettrait pas à l'organisme public de remplir ses fonctions avec la liberté nécessaire à son action.⁵⁷

Quelle que soit leur source, ces règles sont susceptibles de venir moduler les conditions du régime général de responsabilité civile extracontractuelle ou faire obstacle à son application. Pour avoir cet effet, il doit s'agir d'une règle de droit public, c'est-à-dire d'une règle « qui ne s'applique qu'aux organismes publics, et dont l'existence et la justification trouvent leur source dans le caractère public de ces organismes »⁵⁸.

Malgré cette nuance, le principe demeure l'applicabilité du régime de responsabilité civile extracontractuelle aux personnes morales de droit public. Ainsi, il incombe « à la partie qui entend se prévaloir du droit public pour éviter ou restreindre l'application du régime général de responsabilité civile de démontrer, le cas échéant, que des principes de droit public pertinents primes sur les règles du droit civil »⁵⁹. Autrement dit, lors d'un recours en responsabilité civile contre un régulateur, il n'est pas nécessaire de démontrer au préalable que l'article 1457 CcQ régit ce recours.

En somme, en droit québécois, un organisme de réglementation des valeurs mobilières est soumis au régime général de la responsabilité civile extracontractuelle. Cela signifie que, de prime abord, cet organisme est assujéti au devoir général de ne pas causer préjudice à autrui édicté par l'article 1457 CcQ⁶⁰. Il n'est pas nécessaire d'établir que ce devoir existe. Plus important encore, le régime de responsabilité civile ne comporte pas de limite quant aux personnes bénéficiant potentiellement de ce devoir, contrairement à la common law⁶¹. Les principes généraux de la responsabilité civile exigent que le régulateur fasse preuve de prudence et

⁵⁷ *Finney c Barreau du Québec*, 2004 CSC 36 [*Finney*].

⁵⁸ *Laurentides Motels Ltd c Beauport (Ville de)*, [1989] 1 RCS 705 au para 52 cité dans *Pellemans*, *supra* note 8 au para 90.

⁵⁹ *Prud'homme*, *supra* note 54 au para 31.

⁶⁰ *Pellemans*, *supra* note 8 aux para 98-102.

⁶¹ En common law, il n'existe pas une obligation générale de diligence. L'existence de l'obligation de diligence (« *duty of care* ») doit être établie en fonction des critères développés par la jurisprudence au regard des faits de l'espèce. Voir *Hercules Management Ltd c Ernst & Young*, [1997] 2 RCS 165.

de diligence dans ses activités afin d'éviter de causer préjudice à autrui par ses actions ou omissions⁶².

B. L'obligation de diligence permettant de rechercher la responsabilité pour pertes financières en common law

En common law, un régulateur n'a pas, de prime abord, d'obligation générale de diligence envers les investisseurs lors de pertes financières⁶³. Pour déterminer si un tel organisme est assujéti à une obligation de diligence (duty of care), il est nécessaire d'examiner la situation au regard du test en deux étapes de l'arrêt *Anns*⁶⁴ de la Chambre des Lords. Ce test comprend à la fois des dimensions de droit privé et de droit public.

Les deux étapes du test d'*Anns* ont été révisées par la Cour suprême dans l'arrêt *Cooper*⁶⁵ :

Dans *Anns* [...], la Chambre des lords, par l'entremise de lord Wilberforce, a affirmé que pour que l'on conclue à l'existence d'une obligation de diligence, il devait y avoir une proximité suffisante pour créer une obligation de diligence *prima facie* et il fallait ensuite déterminer s'il y avait des facteurs écartant cette obligation de diligence. Notre Cour a confirmé à de nombreuses reprises que cette méthode convenait dans le contexte canadien⁶⁶.

La première étape s'intéresse à la relation entre les parties en cause. La Cour suprême articule la proximité suffisante en deux sous questions :

⁶² Voir, par exemple, *Forget*, *supra* note 53.

⁶³ Voir, sur cette question, Cohen, *supra* note 11.

⁶⁴ *Anns v Merton London Borough Council*, [1978] AC 728 à la p 3 : « Through the trilogy of cases in this House—*Donoghue v Stevenson* [1932] A.C. 562, *Hedley Byrne & Co. Ltd. v. Heller & Partners Ltd.* [1964] A.C. 465, and *Dorset Yacht Co. Ltd. v. Home Office* [1970] A.C. 1004, the position has now been reached that in order to establish that a duty of care arises in a particular situation, it is not necessary to bring the facts of that situation within those of previous situations in which a duty of care has been held to exist. Rather the question has to be approached in two stages. First one has to ask whether, as between the alleged wrongdoer and the person who has suffered damage there is a sufficient relationship of proximity or neighbourhood such that, in the reasonable contemplation of the former, carelessness on his part may be likely to cause damage to the latter—in which case a *prima facie* duty of care arises. Secondly, if the first question is answered affirmatively, it is necessary to consider whether there are any considerations which ought to negative, or to reduce or limit the scope of the duty or the class of person to whom it is owed or the damages to which a breach of it may give rise (see *Dorset Yacht case*, loc. cit., p. 1027 per Lord Reid). »

⁶⁵ *Supra* note 11 au para 24.

⁶⁶ *Ibid* au para 30.

- (1) le préjudice subi était-il la conséquence prévisible de l'acte du défendeur;
 (2) malgré la proximité des parties qui a été établie dans la première partie de ce critère, existe-t-il des motifs pour lesquels la responsabilité délictuelle ne devrait pas être engagée en l'espèce⁶⁷?

À cette étape, il s'agit de déterminer si, à la lumière des critères de prévisibilité et de proximité, il est opportun de reconnaître une obligation de diligence *prima facie*.

La deuxième étape du test nécessite la prise en compte des considérations de politique pour déterminer s'il existe des raisons d'écarter l'obligation de diligence dans les circonstances. À nouveau, la Cour suprême a synthétisé les éléments pertinents de cette étape dans l'arrêt *Cooper* :

Ces considérations ne portent pas sur le lien existant entre les parties, mais sur l'effet que la reconnaissance d'une obligation de diligence aurait sur les autres obligations légales, sur le système juridique et sur la société en général. La loi prévoit-elle déjà une réparation? Faudrait-il craindre le risque que la reconnaissance de l'obligation de diligence crée une responsabilité illimitée pour un nombre illimité de personnes? D'autres raisons de politique générale indiquent-elles que l'obligation de diligence ne devrait pas être reconnue⁶⁸?

C'est à cette étape qu'entrent en jeu les préoccupations issues du droit public. Le tribunal examinera alors si l'organisme bénéficie d'une immunité découlant de la common law de droit public en raison de la nature de la décision en cause. En effet, comme nous le verrons ci-dessous, « les acteurs gouvernementaux ne sont pas responsables de négligence pour les décisions de politique générale, mais seulement pour les décisions opérationnelles »⁶⁹.

Au terme de cette analyse, lorsque l'on conclut qu'une obligation de diligence existe, il s'agit alors de déterminer si la conduite de l'organisme constitue une faute, en ce qu'elle ne satisfait pas la norme de conduite applicable en pareilles circonstances. Pour établir s'il s'agit d'une faute génératrice de responsabilité, il faudra toutefois tenir compte des dispositions légales offrant une immunité à l'organisme⁷⁰.

Comme nous pouvons le constater, d'un point de vue méthodologique, l'approche de la common law tranche avec le droit civil qui reconnaît une

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ *Ibid* au para 37.

⁶⁹ *Ibid* au para 38.

⁷⁰ Voir *Kripps v Touche Ross & Co*, (1992) 94 DLR (4th) 284 (CA C-B) [*Kripps*].

obligation de diligence à tout acteur gouvernemental de prime abord. Cette différence méthodologique se traduit également sur le terrain substantif. Appliqué à des organismes de réglementation oeuvrant dans le domaine financier, le test a amené les tribunaux à refuser de reconnaître l'existence d'une obligation de diligence à trois reprises aux cours des dernières années, fut-ce même une obligation *prima facie* de diligence⁷¹. L'élément clef dans ces décisions a consisté en l'absence de liens de proximité suffisant pour faire naître une telle obligation. Bien qu'une analyse détaillée des décisions de common law dépasse le cadre du présent texte, il nous apparaît opportun de souligner leurs faits saillants, en raison de leur pertinence dans une perspective de droit civil.

La première décision d'intérêt est l'arrêt *Kripps v Touche Ross & Co* rendu par la Cour d'appel de la Colombie-Britannique⁷². Dans cette affaire, des détenteurs de débentures avaient intenté un recours en dommages-intérêts pour des pertes de 10M\$ subies lors de la faillite d'une société d'hypothèque. Le recours visait, entre autres, les vérificateurs de la société et le *Superintendent of Brokers* chargé de l'application de la législation sur les valeurs mobilières. Les investisseurs reprochaient au Surintendant d'avoir été téméraire (*reckless*) en octroyant le visa sur le prospectus produit par la société pour placer des débentures, de même qu'en ne voyant pas à l'application de la législation. Afin de statuer sur le recours, la Cour a examiné si le Surintendant avait une obligation de diligence envers les demandeurs, conformément au test de *Anns*. Après avoir examiné l'économie générale de la législation sur les valeurs mobilières, la Cour d'appel a conclu en l'inexistence d'une obligation *prima facie* de diligence, en l'absence d'une proximité suffisante.

It is obvious that the scheme *could* be of benefit to persons contemplating the making of a loan to be secured by a security subject to these sections of the Act. That, however, is not to say that the purpose of the scheme is to protect prospective lenders by ensuring in individual cases that securities will not be issued unless they meet some acceptable standard.

[...]

It seems more likely that the purpose of such a scheme will be to protect or improve the overall quality of the market by reducing hazards where and to the extent that the authority thinks feasible, having regard to the resources available, the range of securities being offered, and also the sort of securities which appear most in need of scrutiny at any time⁷³.

⁷¹ Voir Cohen, *supra* note 11.

⁷² *Supra* note 70.

⁷³ *Kripps*, *supra* note 70.

En somme, la Cour a considéré que la loi n'imposait pas une obligation de diligence spécifique envers les investisseurs souscrivant des titres comme des débiteurs. Le Surintendant avait plutôt une obligation de diligence générale envers la collectivité dont ne pouvaient se prévaloir les demandeurs.

Plus récemment, dans *Cooper*⁷⁴, la Cour suprême s'est penchée sur la responsabilité du registraire des courtiers en hypothèque (*Registrar of Mortgage Brokers*) de la Colombie-Britannique. En l'espèce, un courtier en hypothèque avait utilisé à des fins non autorisées les fonds d'investisseurs. En raison des agissements de ce courtier, les investisseurs avaient subi une perte de 182 M\$. Les investisseurs poursuivaient en dommages-intérêts le registraire en lui reprochant de ne pas avoir retiré le permis du courtier plus tôt ou d'avoir tardé à aviser les investisseurs. Pour trancher le litige, la Cour a examiné si le registraire avait une obligation de diligence en s'intéressant au critère de proximité. Elle a souligné que les facteurs de proximité devaient découler de la loi en vertu de laquelle le registraire était nommé : « Seule cette loi peut donner naissance à une obligation du registraire envers ceux qui investissent auprès des courtiers en hypothèques soumis à la réglementation »⁷⁵. Or la loi ne permettait pas d'inférer l'existence d'une proximité entre le registraire et les investisseurs. Tout comme dans *Kripps*, la Cour a estimé que le registraire avait une obligation envers le public en général, plutôt qu'envers des investisseurs en particulier.

Finalement, dans *Morgis v Thomson Kernaghan & Co*⁷⁶, les demandeurs poursuivaient l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) en invoquant sa négligence dans l'application de la réglementation auprès d'un courtier dont l'inconduite leur avait causé des pertes financières. La Cour d'appel de l'Ontario a rejeté le recours en faisant valoir que l'ACCOVAM n'avait pas d'obligation *prima facie* de diligence vis-à-vis des investisseurs au regard du test de l'arrêt *Anns*. Plus particulièrement, la Cour d'appel s'est appuyée sur l'arrêt *Cooper* pour conclure en l'absence de proximité entre l'ACCOVAM et les investisseurs compte tenu de sa mission et de ses pouvoirs.

⁷⁴ *Supra* note 11.

⁷⁵ *Ibid* au para 43.

⁷⁶ 2003 CanLII 5999 (Ont CA).

2) La faute : un regard particulier sur la défaillance dans l'application de la réglementation

A. Le fondement d'une obligation d'appliquer la réglementation

L'existence d'une faute constitue une condition essentielle pour engager la responsabilité d'un régulateur en vertu du régime de l'article 1457 CcQ. La notion de faute peut être définie comme la transgression d'une norme de conduite juridiquement obligatoire qui s'impose à toute personne afin de ne pas porter préjudice à autrui d'une manière illégitime. Pour déterminer si un comportement est fautif ou non, les tribunaux examinent si l'organisme dont la responsabilité est mise en cause a commis un écart de conduite contrevenant à la norme obligatoire. À cet égard, la norme de la personne raisonnablement prudente et diligente constitue le modèle de référence utilisé par les tribunaux pour juger objectivement du comportement. La conduite s'écartant de la norme de la personne raisonnablement prudente et diligente peut constituer une faute. Pour apprécier le contenu des obligations qui régissent la conduite d'une personne raisonnablement prudente et diligente, les tribunaux tiennent compte des circonstances, des usages et de la loi. C'est donc dire que les normes de conduite qui s'imposent à la personne raisonnablement prudente et diligente peuvent avoir une source législative ou réglementaire⁷⁷. Au regard de la définition générale de la faute, nous pouvons constater qu'il est nécessaire d'établir l'existence d'une obligation de faire respecter la loi pour rechercher la responsabilité d'un organisme lors de laxisme.

D'une part, l'obligation peut découler de la loi elle-même. Cependant, force est de constater que la législation sur les valeurs mobilières n'édicte pas une obligation spécifique d'appliquer la loi. En effet, bien que la législation comporte des dispositions énonçant la mission des organismes et leur confiant la responsabilité de l'administration de la loi, la formulation générale employée dans les textes fait en sorte qu'ils ne créent pas une obligation légale d'application de la loi⁷⁸.

⁷⁷ *Morin c Blais*, [1977] RCS 570 aux pp 579-80.

⁷⁸ L'absence de disposition reconnaissant une obligation spécifique d'appliquer la loi reflète sans doute la reconnaissance de la discrétion de l'organisme à cet égard. Voir L Neville Brown et Denis Lemieux, « La responsabilité civile découlant de l'inaction gouvernementale », (1979) 20 C de D 783 à la p 792. Voir toutefois Alain Tanguay, « La responsabilité civile de l'Administration et l'obligation de faire respecter la loi », dans *Actes de la XVIe Conférence des juristes de l'État*, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2004 à la p 424 (suggérant que les dispositions formulant la mission de l'organisme pourraient être suffisantes pour constituer le fondement d'une obligation d'appliquer la loi).

D'autre part, l'obligation d'appliquer la loi peut procéder de la norme de la personne raisonnablement prudente et diligente placée dans des circonstances similaires⁷⁹. En principe, les régulateurs, comme toute personne, sont soumis à cette norme de conduite afin de ne pas causer préjudice à autrui⁸⁰. Or, la lecture de la doctrine et de la jurisprudence québécoises permet de constater un consensus quant à l'existence d'une obligation d'appliquer la loi se rattachant à l'obligation de prudence et diligence des organismes publics⁸¹. À titre d'exemple, dans l'arrêt *Finney*, la Cour suprême a reconnu la responsabilité du Barreau du Québec pour des actes ou des omissions reliés à l'exécution de ses fonctions de surveillance de la profession d'avocat⁸².

À notre avis, la reconnaissance de cette obligation par la doctrine et la jurisprudence québécoises repose sur deux éléments fondamentaux. Le premier consiste en la mission des organismes qui vient baliser leur conduite. Dans le cas de l'AMF, sa mission et ses pouvoirs font ressortir l'importance de l'application de la loi dans l'atteinte des objectifs fondamentaux de la réglementation⁸³. Dans cette perspective, une dimension centrale de la conduite d'un organisme raisonnablement prudent et diligent consiste en l'application de la loi et de la réglementation⁸⁴. Il est

⁷⁹ *Pellemans*, *supra* note 8 au para 99.

⁸⁰ Voir, par exemple, *Forget*, *supra* note 53; *Protection de la jeunesse – 627*, [1993] RRA 367 à la p 370 (CS Qc) (Curateur public);

⁸¹ *Pellemans*, *supra* note 8 au para 102 ; *Rosso*, *supra* note 10 aux para 53-55 ; Voir *Protection de la jeunesse – 627*, *supra* note 80; *Finney*, *supra* note 57; Tanguay, *supra* note 78 à la p 421; Brown et Lemieux, *supra* note 78; Sylvie Poirier, « L'objectif de protection du public : quand la fin justifie les moyens : Variations sur un thème », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, vol 228, *Développements récents en déontologie, droit professionnel et disciplinaire*, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2005.

⁸² *Finney*, *supra* note 57 au para 32.

⁸³ Voir Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Faire respecter la loi : appliquer la réglementation et tenir les gens responsables*, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=73&linkidentifier=id&itemid=73>. Voir aussi *Re Cartaway Resources Corp*, 2004 CSC 26 au para 4.

⁸⁴ Nous pouvons identifier deux grands modes d'application de la réglementation : le mode public et le mode privé. Selon le mode public, l'application relève du régulateur qui exerce les pouvoirs d'ordonnance qui lui sont conférés ou intente des recours administratifs, civils ou pénaux devant les tribunaux pour faire respecter la réglementation. L'application publique est complétée par l'intervention du procureur général qui est responsable des recours en vertu du droit criminel. Selon le mode privé, l'application résulte des intervenants du marché, en particulier des investisseurs qui intentent des recours civils pour faire sanctionner les contraventions à la réglementation et obtenir une indemnisation des dommages qui en découlent. Chacun de ces modes d'application comporte des avantages et des inconvénients. Le mode public peut relever de régulateurs comprenant bien le rôle de l'application et disposant de la motivation et

vrai que l'application de la loi soulève des questions délicates d'arbitrage entre des dimensions parfois conflictuelles de cette mission. Cet arbitrage viedra sans aucun doute infléchir les choix d'un organisme de réglementation dans un cas particulier. Aussi pertinente soit-elle, nous estimons que la difficulté liée à cet arbitrage ne devrait pas influencer sur l'existence de l'obligation elle-même. Elle devrait plutôt être prise en compte pour établir l'intensité de l'obligation, pour élaborer la norme de conduite de référence applicable en l'espèce, de même que pour délimiter la portée des immunités jurisprudentielles ou légales.

Le second élément a trait à la portée de l'obligation générale de prudence et diligence découlant de l'article 1457. Comme nous l'avons souligné ci-dessus, le régime de responsabilité civile ne comporte pas de limite quant aux personnes bénéficiant potentiellement de cette obligation. Le droit de la responsabilité civile ne connaît pas la notion de proximité. De plus, comme l'a souligné le juge Jasmin dans *Pellemans*, puisque le critère de proximité est issu de la common law de droit privé, il ne saurait s'appliquer en droit civil québécois⁸⁵. Cela fait en sorte qu'il n'est pas nécessaire d'identifier de prime abord un bénéficiaire de l'obligation d'appliquer la loi pour en reconnaître l'existence. De même, il n'est pas nécessaire à cet égard d'établir que les investisseurs se sont plaints ou adressés à l'organisme. Il est certes juste d'affirmer que cette obligation profite potentiellement à tous les participants du marché ainsi qu'au public. Pour reprendre l'expression d'une auteure, il s'agit d'une obligation « envers la collectivité »⁸⁶. Cependant, l'indétermination des bénéficiaires ne fait pas échec à la reconnaissance de l'obligation⁸⁷. Cette indétermination empêchera plutôt de faire sanctionner un manquement à l'obligation

des ressources nécessaires à l'atteinte des grands objectifs de la réglementation. En revanche, il peut souffrir de défaillances lorsque les régulateurs ne sont pas suffisamment motivés ou n'ont pas accès à l'information requise pour s'acquitter de leur mission. Le mode privé peut être mis en œuvre par des acteurs possédant l'information pertinente de par leur proximité par rapport aux émetteurs et aux transactions. Toutefois, sa contribution peut être compromise par des acteurs se servant des recours de manière opportuniste, comme l'a démontré l'expérience américaine. Voir John Armour, *Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*, ECGI Law Working Paper No 106/2008; John C Coffee, « Law and the Market: The Impact of Enforcement », (2007) 156 U Pa L Rev 229; Howell E Jackson et Marc J Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws : Resource-Based Evidence*, 2008, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1000086>>; Rafael La Porta et al, « What Works in Securities Laws? » (2006) 61 Journal of Finance 1.

⁸⁵ *Pellemans*, supra note 8 au para 96.

⁸⁶ Poirier, supra note 81.

⁸⁷ *Caisse populaire de Charlesbourg c Michaud*, [1990] RRA 531 (CA Qc) ; Jean-Louis Baudouin et Patrice Deslauriers, *La responsabilité civile*, 5^e éd, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2007 aux pp 943-45.

d'appliquer la loi lorsque les autres conditions du régime de responsabilité civile ne seront pas satisfaites. Cette nuance est importante puisque l'indétermination des bénéficiaires n'est ni permanente ni constante. Dans certaines circonstances, il pourra être possible d'identifier les bénéficiaires de l'obligation d'appliquer la loi. L'obligation envers la collectivité se transformera alors en obligation envers des individus. Le cas échéant, l'identité des bénéficiaires sera pertinente pour l'analyse des autres conditions du régime de responsabilité civile, notamment pour le lien de causalité.

En somme, au Québec, l'article 1457 CcQ fournit le fondement d'une obligation d'appliquer la loi pour les régulateurs. À la lecture de la jurisprudence et de la doctrine, cette obligation pourrait comporter potentiellement deux dimensions. La première consiste en une obligation d'effectuer une surveillance raisonnable du marché, de manière à détecter les contraventions à la réglementation. Invoquée dans les affaires *Pellemans* et *Rosso*, cette dimension a été reconnue dans des décisions où le cadre réglementaire faisait ressortir l'importance de la surveillance compte tenu de la mission et des pouvoirs de l'organisme en cause⁸⁸. La seconde dimension est l'obligation d'appliquer les pouvoirs d'exécution de manière raisonnable afin de prévenir ou de sanctionner les illégalités. Cette obligation a été alléguée également dans de nombreuses décisions, incluant *Pellemans* et *Rosso*. Récemment, la Cour suprême a contribué à fournir des assises à cette dimension de l'obligation d'appliquer la loi dans l'arrêt *Finney* en reconnaissant la responsabilité du Barreau du Québec relativement à l'exercice de ses attributions en matière disciplinaire.

Deux éléments additionnels s'ajoutent à ces dimensions pour prendre la véritable mesure de l'obligation d'appliquer la loi. Ces éléments sont, d'une part, l'intensité de l'obligation et, d'autre part, les immunités jurisprudentielles et législatives.

B. L'intensité de l'obligation d'exécuter la réglementation

Nous pouvons nous demander si l'obligation d'appliquer la loi est une obligation de moyens ou de résultat. S'il s'agit d'une obligation de moyens, il est nécessaire d'établir que l'organisme a commis une faute en contrevenant à la norme de conduite s'imposant à un organisme raisonnable placé dans des circonstances analogues. S'il s'agit d'une obligation de résultat, le simple fait qu'une illégalité commise par un participant du marché cause un préjudice à un investisseur est suffisant pour constituer une faute pour l'organisme.

⁸⁸ Voir *Protection de la jeunesse – 627*, supra note 80. En common law, voir *Swanson c Canada*, [1992] 1 CF 408 (CA) [Swanson].

La qualification de l'intensité de l'obligation soulève peu de controverse en doctrine et en jurisprudence où nous pouvons constater un consensus en faveur de l'obligation de moyens⁸⁹. De manière générale, cette qualification s'explique par le fait que l'obligation d'appliquer de la loi découle de l'article 1457 CcQ. Plus particulièrement, des considérations de politique importantes militent en faveur de cette qualification. Il paraît opportun de mettre ces considérations en relief en ce qu'elles devraient aussi influencer sur la norme de référence utilisée pour déterminer si la conduite de l'organisme est fautive.

D'abord, le rôle d'un régulateur n'est pas d'assurer les investisseurs des pertes découlant de toutes fraudes et illégalités⁹⁰. La création d'un régime d'assurances impliquerait des coûts additionnels pour permettre l'indemnisation des victimes, que ce soit sous la forme de prime d'assurances explicites ou implicites. Si elles étaient imposées aux émetteurs, les primes contribueraient à augmenter le coût du capital, résultat peu souhaitable. Si elles étaient imposées aux investisseurs, les primes réduiraient le rendement espéré, rendant l'achat de titres moins intéressant, à moins que les émetteurs ne contrebalancent cet effet en promettant un rendement plus élevé, ce qui aurait à nouveau pour conséquence de hausse le coût du capital. Dans ces deux scénarios, il est vraisemblable que l'organisme souhaiterait tout de même limiter l'occurrence des « sinistres » ce qui l'amènerait à restreindre l'accès au marché pour les émetteurs plus risqués⁹¹. Finalement, si le coût du régime d'assurance était assumé par l'organisme lui-même, c'est l'ensemble des contribuables qui en supporteraient le fardeau ultimement. À cet égard, la Cour suprême notait dans *Cooper* qu'il s'agissait d'un choix de politique qui relevant du législateur :

[N]ous devons tenir compte des répercussions qu'une obligation de diligence aurait sur les contribuables, qui n'ont pas accepté d'assumer le risque de perte privée des personnes se trouvant dans la situation des investisseurs. Imposer une obligation de diligence dans ces circonstances reviendrait en fait à créer au bénéfice des investisseurs

⁸⁹ Tanguay, *supra* note 78; Poirier, *supra* note 81; Finney, *supra* note 57.

⁹⁰ Voir, en ce sens, *Cooper*, *supra* note 11 au para 53; *Morgis*, *supra* note 76 au para 43.

⁹¹ Voir en ce sens, les études suivantes qui démontre que l'encadrement du marché de l'appel public à l'épargne aux Etats-Unis a eu pour effet de limiter l'accès pour les plus petits émetteurs jugés plus risqués : Gregg A Jarrell, « The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues » (1981) 24 *JL & Econ* 613; Carol J Simon, « The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues » (1989) 79 *American Economic Review* 295; George J Stigler, « Public Regulation of Securities Markets » (1964) 37 *J Bus L* 117.

un régime d'assurance fort coûteux pour les contribuables. Rien n'indique que c'est ce que le législateur ait voulu⁹².

Au-delà de ces effets directs, le rôle d'assureur des régulateurs pourrait occasionner des séquences négatives inattendues. Pour comprendre ces séquences, il faut reconnaître que l'indemnisation systématique découlant d'une obligation de résultat est susceptible de rendre les investisseurs indifférents à la fraude et aux illégalités. C'est ce que souligne le professeur Shavell : « because victims will be fully compensated by injurers for accident losses, victims will be indifferent to the occurrence of accidents »⁹³. Cette indifférence s'avérerait peu compatible avec le modèle de réglementation du secteur des valeurs mobilières canadien.

Rappelons que la réglementation contemporaine repose primordialement sur un modèle de divulgation. Ce modèle permet de harnacher l'ensemble des composantes du marché dans la poursuite des objectifs d'efficacité et de protection des investisseurs⁹⁴. Les investisseurs jouent un rôle central dans ce modèle. D'une part, ils contribuent à améliorer l'efficacité informationnelle par leur analyse de l'information divulguée et par leurs propres efforts de production d'information. En outre, les investisseurs disposent de recours en responsabilité pour sanctionner les émetteurs qui transmettent des informations fausses ou trompeuses au marché et ainsi les inciter à communiquer des renseignements exacts au marché. D'autre part, la demande d'information fiable par les investisseurs favorise l'émergence d'intermédiaires spécialisés, les sentinelles (*gatekeepers*)⁹⁵. Ces sentinelles viennent attester la qualité et la crédibilité de l'information transmise par les émetteurs. Ainsi, les efforts collectifs des investisseurs et des intermédiaires poussent le marché vers des niveaux plus élevés d'efficacité informationnelle, ce qui, du même coup, réduit les risques de fraudes et d'abus. Dans un contexte d'obligation de résultat, force est d'admettre que les investisseurs auraient peu d'intérêt à scruter l'information divulguée par les émetteurs, voire à produire de l'information additionnelle. De même, ils seraient peu enclins à encourir

⁹² *Cooper, supra* note 11 au para 53. Voir aussi Cohen, *supra* note 11 à la p 237.

⁹³ Steven Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Harvard University Press, 2004 aux pp 2-6.

⁹⁴ Stephanie Ben-Ishai, « A Survey of Gatekeepers in Canadian Capital Markets », dans Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up*, vol 6 à la p 343; Stéphane Rousseau, « The Future of Capital Formation for Small and Medium-Sized Enterprises: Rethinking Initial Public Offering Regulation Following the Restructuration of Canadian Stock Exchanges » (2000) 34 RJT 661.

⁹⁵ John C Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006 ; Ben-Ishai, *ibid* à la p 343; Ronald J Gilson et Reinier H Kraakman, « The Mechanisms of Market Efficiency » (1984) 70 Va L Rev 549.

des coûts pour obtenir de l'information plus fiable. En somme, en remettant en cause la viabilité du modèle réglementaire fondé sur la divulgation, un régime d'obligation de résultat nécessiterait le retour à une approche davantage interventionniste de la part des régulateurs s'apparentant au modèle *Blue-Sky*⁹⁶. Cela ferait en sorte que les régulateurs auraient un fardeau beaucoup plus lourd en matière d'encadrement, ce qui se traduirait par des coûts plus élevés pour assurer la supervision centralisée de tous les acteurs du marché.

Deuxièmement, l'application de la loi par un organisme est nécessairement contrainte par les ressources humaines, financières et matérielles dont il dispose. Imposer une obligation de résultat équivaudrait à faire fi de cette réalité en sanctionnant l'organisme indépendamment des limites imposées par les ressources dont il dispose. Or, une telle approche serait très critiquable, comme l'a remarqué la Cour suprême des États-Unis alors qu'elle était appelée à se prononcer sur la responsabilité de la Food and Drug Administration :

[A]n agency decision not to enforce often involves a complicated balancing of a number of factors which are peculiarly within its expertise. Thus, the agency must not only assess whether a violation has occurred, but whether agency resources are best spent on this violation or another, whether the agency is likely to succeed if it acts, whether the particular enforcement action requested best fits the agency's overall policies, and, indeed, whether the agency has enough resources to undertake the action at all. An agency generally cannot act against each technical violation of the statute it is charged with enforcing⁹⁷.

Autrement dit, une obligation de résultat ferait de l'application de la loi l'objectif primordial devant être poursuivi par tout organisme, sans égard à la pertinence des autres objectifs, en le forçant à y consacrer essentiel de ses ressources⁹⁸. Cette pression pour une application vigoureuse de la loi pourrait à terme compromettre les autres objectifs définissant la mission de l'organisme.

⁹⁶ Voir, en ce sens, Cohen, *supra* note 11 à la p 235 : « the imposition of liability on the government might distort otherwise efficient private-market mechanisms which are available to deal with the relevant risk ».

⁹⁷ *Heckler v Chaney*, 470 US 821 à la p 831 (1985).

⁹⁸ Voir Toni Anne Puz, « Private Actions for Violations of Securities Exchange Rules : Liability for Nonenforcement and Noncompliance » (1988) 88 Colum L Rev 610. Sur l'importance d'autres approches en matière d'application de la loi, voir Mary Condon, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation » (2006) 32 Queen's LJ 1; David Wilson, *The Role of Securities Regulation in the Fight Against Economic Crime*, Speech to the 2009 McMaster World Conference, 14 janvier 2009 à la p 8: « Compliance is extremely important. It's labour intensive. And it has proven to be effective in preventing misconduct before investors are harmed ».

Si elles militent en faveur d'une obligation de moyens, ces considérations de politique sont également pertinentes dans l'élaboration de la norme de conduite de référence. Ainsi, la construction du volet objectif de la norme de référence devrait tenir compte du modèle réglementaire retenu pour le marché des valeurs mobilières. En particulier, il paraît opportun de considérer que les régulateurs ne sont pas les seuls acteurs impliqués dans la supervision du marché et l'application de la loi. Les régulateurs œuvrent de concert avec les sentinelles dont ils dépendent à bien des égards pour signaler, voire prévenir, les illégalités. C'est ce que l'on soulignait dans le rapport d'un comité sénatorial américain chargé d'enquêter sur les causes du scandale Enron :

The Commission's reviews of corporate filings, limited as they are in number and nature, are not (and have not been intended to be) a reliable mechanism for identifying fraud, and enforcement actions can only be brought when fraud has already been identified. The system contemplates that much of the front-line work for prevention and discovery of financial misconduct will be done by private-sector gatekeepers – most importantly, corporations' boards of directors and auditors – a role implicitly recognized in the legal obligations that govern the conduct of these groups⁹⁹.

Dans ce modèle décentralisé, les organismes de réglementation doivent pouvoir se fier aux sentinelles. Autrement, ils vont répliquer les fonctions dispensées par ces dernières, ce qui s'avérerait inefficace. La norme de conduite ne devrait donc pas exiger des régulateurs qu'ils s'acquittent de tous les aspects de la surveillance des participants du marché pour s'assurer de l'application de la loi.

Pareillement, les observations formulées relativement à l'impact des ressources de l'organisme nous semblent pertinentes en ce qui concerne la dimension contextuelle de la norme de référence. En ce sens, la Cour suprême du Canada reconnaissait la nécessité de tenir compte des circonstances dans l'arrêt *Just* en formulant des commentaires sur la diligence attendue d'un organisme gouvernemental en matière d'entretien et d'inspection des routes :

L'organisme gouvernemental devrait pouvoir démontrer qu'au regard de la nature et de l'ampleur du risque, son système d'inspection était raisonnable compte tenu de toutes les circonstances, y compris les limites budgétaires, le personnel et l'équipement dont il disposait, et qu'il a satisfait à la norme de diligence qui lui était imposée¹⁰⁰.

⁹⁹ US, *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdogs*, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 2003.

¹⁰⁰ *Just c Colombie-Britannique*, [1989] 2 RCS 1228 au para 27 [*Just*].

En somme, il s'agit d'élaborer une norme de conduite de référence qui ne soit pas totalement abstraite et qui reflète, tant dans ses dimensions objective que contextuelle, la réalité de l'organisme en cause. Ce faisant, il faut faire preuve de prudence pour ne pas développer une norme de référence qui, par sa rigueur, s'apparente à une obligation de résultat afin d'éviter les problèmes signalés ci-dessus.

C. Les immunités protégeant les régulateurs

a) L'immunité découlant de la common law de droit public : le politique et l'opérationnel

Les tribunaux de common law ont cherché à aménager le régime de responsabilité civile de manière à ce qu'il reflète les particularités de l'action gouvernementale. Cet aménagement s'est manifesté par la reconnaissance d'une distinction, aux fins de l'application du régime de responsabilité civile, entre les décisions de nature politique et celles de nature opérationnelle. Concrètement, une décision de nature politique ne peut pas en principe donner ouverture au régime de responsabilité civile. Le décideur bénéficie d'une immunité comme l'indiquait la Cour suprême dans l'arrêt *Cooper* :

Il est établi que les acteurs gouvernementaux ne sont pas responsables de négligence pour les décisions de politique générale, mais seulement pour les décisions opérationnelles. Cette immunité provient du fait que la politique relève de la prérogative des élus. Il ne convient pas que les tribunaux imposent une responsabilité pour les conséquences d'une décision de politique générale donnée¹⁰¹.

En revanche, le régime de la responsabilité civile s'applique aux décisions de nature opérationnelle. Comme nous pouvons le constater, la distinction entre les décisions de nature politique et opérationnelle revêt une grande importance.

Aussi centrale soit-elle, la distinction entre le politique et l'opérationnel demeure difficile à cerner, à un point tel que certains en questionnent la pertinence¹⁰². Fondamentalement, la distinction découle du constat que l'action gouvernementale est distincte de l'action privée des individus en ce qu'elle implique « des facteurs et des contraintes d'ordre financier, économique, sociale ou politique »¹⁰³. Or, les particularités de

¹⁰¹ *Cooper*, *supra* note 11 au para 38.

¹⁰² Baudouin et Deslauriers, *supra* note 56 au para 1-156; Allan M Linden et Bruce Feldthusen, *Canadian Tort Law*, 9^e éd, Markham, LexisNexis, 2011 à la p 674.

¹⁰³ *Sutherland Shire Council v Heyman* (1985), 60 ALR 1, cité dans *Just*, *supra* note 100 au para 19.

l'action gouvernementale rendent inappropriée l'application du régime général de responsabilité civile. De fait, le contrôle judiciaire et le contrôle politique seraient des mécanismes plus appropriés pour responsabiliser les décideurs publics agissant dans la sphère politique. Ainsi, la distinction vise à identifier les circonstances où l'action gouvernementale s'apparente suffisamment à la conduite d'acteurs privés pour être soumise au même régime de responsabilité civile.

Il existe toutefois des limites à l'immunité dans la sphère politique. Premièrement, lorsque l'action ou l'omission revêt un caractère grossier, nous pouvons nous demander s'il est toujours possible de justifier la déférence des tribunaux¹⁰⁴. Dans de tels cas, par leur caractère, l'action ou l'omission ne peut pas se rattacher aux attributs fondamentaux de l'organisme sous-tendant la déférence. Deuxièmement, l'immunité peut être mise de côté lorsque le décideur commet une faute intentionnelle ou fait preuve d'une mauvaise foi faussant le processus de la décision politique¹⁰⁵.

Malgré l'incertitude entourant la distinction entre les sphères politique et opérationnelle, il est tout de même possible de tracer les contours de ces deux notions en examinant les décisions rendues à l'égard d'organisme de réglementation œuvrant dans le domaine financier. Dans l'arrêt *Cooper*, les demandeurs reprochaient au registraire de ne pas avoir suspendu plus tôt le permit du courtier ou du moins d'avertir les investisseurs des manquements de ce dernier. Dans sa décision, la Cour suprême a formulé des commentaires pertinents aux fins de la distinction entre le politique et l'opérationnel, même si elle avait conclu en l'absence d'une obligation *prima facie* de diligence. La Cour a statué clairement que les pouvoirs du registraire relevaient de la sphère opérationnelle :

La décision de suspendre ou non l'inscription d'un courtier comporte des éléments de politique et des éléments d'ordre quasi judiciaire. La prise de la décision oblige le registraire à pondérer les intérêts publics et les intérêts privés. Le registraire ne fait pas qu'appliquer une politique gouvernementale déterminée, mais décide, en tant que mandataire de l'organe exécutif du gouvernement, ce que cette politique doit être. La

¹⁰⁴ Hudson N Janisch, « Reregulating the Regulator : Administrative Structure of Securities Commissions and Ministerial Responsibility », dans *Securities Law in the Modern Financial Marketplace*, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, 1989, Markham, DeBoo, 1989 à la p 115.

¹⁰⁵ *PG du Québec c Deniso Lebel inc.*, [1996] RJQ 1821 à la p 1838 (CA); Patrice Garant, *Droit administratif*, 5^e éd, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 2004 à la p 1029; Pierre Giroux et Stéphane Rochette, « La mauvaise foi et la responsabilité de l'État », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit administratif*, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 1999 à la p 123.

décision est aussi de nature quasi judiciaire. Le registrateur doit agir équitablement ou judiciairement lorsqu'il retire son permis à un courtier. Ces exigences sont incompatibles avec une obligation de diligence envers les investisseurs. Une telle obligation entraverait le registrateur dans l'exécution des fonctions que le législateur lui a attribuées¹⁰⁶.

Dans l'arrêt *Morgis*, la Cour d'appel de l'Ontario a pris la peine de rappeler que la négligence alléguée concernait les pouvoirs d'enquête et disciplinaire de l'ACCOVAM. S'appuyant sur l'arrêt *Cooper*, le tribunal a signalé que l'application du régime de responsabilité s'avérait incompatible avec l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire nécessitant un arbitrage entre des intérêts publics et privés¹⁰⁷.

Ces arrêts suggèrent que les décisions et omissions associées à des pouvoirs d'un régulateur nécessitant l'arbitrage de facteurs complexes relèvent de la sphère politique. Les pouvoirs se rattachent à la raison d'être de ces organismes. Ils mettent en cause leur expertise, leur indépendance et leur jugement. C'est parce qu'elles relèvent de la raison d'être d'un organisme que ces décisions ou omissions méritent la déférence du tribunal. Cette déférence prend la forme d'une abstention d'appliquer le régime de la responsabilité civile à l'action gouvernementale.

En matière de valeurs mobilières, il ne faut certainement pas sous-estimer la difficulté de cet arbitrage et la pertinence de la déférence. À titre d'exemple, dans l'arrêt *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos ltée c Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, le juge Iacobucci de la Cour suprême rappelait qu'au moment de rendre une ordonnance dans l'intérêt public, le traitement équitable des investisseurs n'était pas l'unique facette à considérer pour un régulateur¹⁰⁸. Il lui fallait également « prendre en considération l'incidence d'une intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers »¹⁰⁹. Ainsi, un équilibre délicat « entre un interventionnisme excessif dans les opérations financières et une tolérance indue à l'égard des comportements abusifs » se doit ainsi d'être maintenu¹¹⁰.

¹⁰⁶ *Cooper*, *supra* note 11 au para 52.

¹⁰⁷ Voir aussi *Akhtak v MacGillivray & Co*, [1991] AR 241 (QB) (immunité de la commission des valeurs mobilières lors de l'exercice du pouvoir d'émettre le visa sur le prospectus).

¹⁰⁸ 2001 CSC 37 au para 41, [2001] 2 RCS 132.

¹⁰⁹ *Ibid.* Ce principe avait déjà été énoncé dans certaines décisions des régulateurs. Par exemple, voir : *LavalinTech Inc.*, (1992) 23 BCVMQ n° 21, 2, 6, 26, 33 et 34.

¹¹⁰ *Supra* note 108 au para 41.

Par ailleurs, nous nous retrouvons dans la sphère opérationnelle lorsque le décideur a peu de discrétion, qu'il se trouve essentiellement à appliquer une norme préétablie. À titre d'exemple, dans l'affaire *Swanson*¹¹¹, la Cour d'appel fédérale a considéré que l'inspection d'aéronefs constituait un acte se situant dans la sphère opérationnelle, compte tenu de la faible discrétion que possédait l'inspecteur.

À la lumière de ces décisions, l'exercice des pouvoirs d'enquête et d'ordonnance d'un régulateur paraît relever de la sphère politique davantage que de la sphère opérationnelle. Après tout, ces pouvoirs impliquent nécessairement l'évaluation de considérations variées, liées à la protection des investisseurs et à l'efficacité du marché qui sont le propre de décisions politiques. En ce sens, il est difficile d'ignorer les similitudes existant entre, d'une part, les pouvoirs des régulateurs potentiellement en cause dans les affaires *Pellemans* et *Rosso* et, d'autre part, ceux ayant fait l'objet de commentaires dans les arrêts *Cooper* et *Morgis*.

La prudence demeure cependant de mise pour plusieurs raisons. Nous devons reconnaître qu'il existe une incertitude quant à la distinction entre les sphères politique et opérationnelle. En outre, nous ne pouvons ignorer l'arrêt *Finney* où la Cour suprême a statué sur la responsabilité du Barreau relativement à ses attributs en matière disciplinaire sans faire aucune référence à cette distinction et en se concentrant sur la portée de l'immunité législative. Il est possible de faire valoir que la Cour a considéré que les manquements en cause relevaient de la sphère opérationnelle. En effet, le juge LeBel réfère aux fonctions de gestion des plaintes et de gestion des dossiers disciplinaires qu'il contraste avec les pouvoirs discrétionnaires : « Je souligne toutefois que nous n'avons pas à nous prononcer sur les principes juridiques qui s'appliqueraient à l'exercice de fonctions juridictionnelles par des organismes tels que les comités de discipline ou le Tribunal des professions. »¹¹² Si tel est le cas, la nuance reflète les limites de la distinction entre le politique et l'opérationnel. Autrement, l'approche de la Cour remet en cause implicitement la pertinence de la distinction lorsqu'il existe une immunité législative puisqu'elle privilégie d'emblée une analyse des paramètres de celle-ci, plutôt que de l'immunité de common law de droit public. Finalement, nous ne devons pas perdre de vue que l'immunité dans la sphère politique connaît néanmoins des limites, telles que signalées ci-dessus. Pour ces motifs, il convient d'examiner la portée de l'immunité législative applicable aux pouvoirs discrétionnaires des régulateurs.

¹¹¹ *Supra* note 88.

¹¹² *Finney*, *supra* note 57 au para 40.

b) L'immunité prévue par la législation

La législation confère aux régulateurs le bénéfice d'une immunité législative. Dans le cas de l'AMF, nous retrouvons deux types d'immunité. Le premier découle de dispositions de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* et de la *Loi sur les valeurs mobilières* :

Art. 32, *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*

L'Autorité, le président-directeur général, un surintendant, le secrétaire, un membre du personnel de l'Autorité ou un agent commis par elle ne peut être poursuivi en justice en raison d'un acte accompli de bonne foi dans l'exercice de ses fonctions.

Art. 283, *Loi sur les valeurs mobilières*

L'Autorité, un membre de son personnel, un agent commis par elle ou une personne exerçant un pouvoir délégué ne peut être poursuivi en justice en raison d'un acte officiel accompli de bonne foi dans l'exercice de ses fonctions.

Deuxièmement, les deux lois reconnaissent une immunité particulière à l'AMF lors de l'exercice des pouvoirs d'enquête. Elles attribuent à la personne qui effectue une enquête l'immunité des commissaires nommés en vertu de la *Loi sur les commissions d'enquête*¹¹³. En vertu de l'article 16 de cette loi : « Les commissaires jouissent de la même immunité et des mêmes privilèges que les juges de la Cour supérieure, pour tout acte fait ou omis dans l'exécution de leurs devoirs. » Aux fins de notre étude sur le laxisme dans l'application de la loi, nous nous intéresserons au premier type d'immunité.

Avant d'examiner la portée de l'immunité législative, il convient d'abord d'en esquisser la raison d'être. Fondamentalement, l'immunité s'explique par les particularités de l'action gouvernementale qui rendent malaisée l'application du régime de responsabilité civile.

La prudence du législateur reflète la spécificité de l'administration publique, ainsi que la diversité et la complexité des tâches qui lui sont dévolues. Fort souvent, l'appréciation judiciaire de sa conduite et de ses décisions qu'entraînerait l'application pure et simple, sans nuance, du régime de droit commun, ne permettrait pas à l'organisme public de remplir ses fonctions avec la liberté nécessaire à son action¹¹⁴.

Plus spécifiquement, l'immunité est justifiée par des objectifs plus précis. Elle reflète la volonté de préserver l'indépendance de l'organisme qui constitue une caractéristique en justifiant l'existence. La possibilité de

¹¹³ LRQ c C-37.

¹¹⁴ *Finney*, *supra* note 57 au para 27.

poursuivre aisément un organisme permettrait à des groupes d'intérêts de faire pression sur celui-ci et ainsi d'orienter son action. L'organisme ne pourrait demeurer insensible à ces poursuites étant donné les conséquences financières en découlant. En somme, en bénéficiant de l'immunité, l'organisme dispose de la latitude voulue pour s'acquitter de sa mission d'intérêt public.

En outre, l'immunité témoigne d'une déférence du législateur à l'égard des décisions de l'organisme. Il ne faut pas perdre de vue que l'un des objectifs du régime de responsabilité civile est d'inciter les acteurs à adopter une conduite jugée souhaitable en société. Cette conduite est forgée par la définition de la faute élaborée par les tribunaux. Or, en matière de réglementation des valeurs mobilières, force est d'admettre qu'il est difficile pour les tribunaux de circonscrire cette conduite. D'une part, les tribunaux ne disposent pas de la même expertise que les régulateurs, comme l'a souligné à maintes reprises la Cour suprême du Canada¹¹⁵. D'autre part, les décisions des régulateurs, d'agir ou de s'abstenir, résultent d'un arbitrage entre divers facteurs. La nature des décisions accroît donc la difficulté de leur révision *ex post facto*.

Finalement, en l'absence d'une immunité législative, l'organisme pourrait devenir l'assureur des investisseurs. Même en considérant que l'obligation d'appliquer la loi est une obligation de moyens, l'incertitude entourant les paramètres de la faute ne permettrait pas d'écarter entièrement ce risque. Or, tel que nous l'avons remarqué ci-dessus, transformer un régulateur en assureur dénaturerait son rôle en plus d'avoir des conséquences inattendues nuisant au bon fonctionnement du marché.

Malgré la pertinence de ces justifications, le législateur n'a pas conféré une immunité complète aux régulateurs. En effet, l'immunité ne vaut que si l'acte ou l'omission ont été commis de bonne foi dans l'exercice des fonctions. Compte tenu de son rôle dans la détermination du champ d'application de l'immunité, la signification de la notion de bonne foi est donc cruciale.

La définition de la notion de bonne foi dans ce contexte a fait l'objet de nombreuses analyses par les tribunaux et la doctrine. Les analyses ont cherché à circonscrire les notions d'absence de bonne foi ou de mauvaise foi permettant de déverrouiller l'immunité. Selon l'opinion dominante, la mauvaise foi inclut certainement la faute intentionnelle, c'est-à-dire l'acte

¹¹⁵ *Brousseau, supra note 24; Pezim c Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 RCS 557.

réalisé avec l'intention de nuire à autrui¹¹⁶. Cependant, elle ne se limite pas à cette seule dimension. Dans l'arrêt *Finney*, la Cour suprême a manifesté la volonté de conférer une « portée plus large englobant l'incurie ou l'insouciance grave »¹¹⁷. Plus particulièrement, la Cour a précisé ainsi l'expression insouciance grave :

[L]'insouciance grave implique un dérèglement fondamental des modalités de l'exercice du pouvoir, à tel point qu'on peut en déduire l'absence de bonne foi et présumer la mauvaise foi. L'acte, dans les modalités de son accomplissement, devient inexplicable et incompréhensible, au point qu'il puisse être considéré comme un véritable abus de pouvoir par rapport à ses fins¹¹⁸.

Dans les cas où on cherche à faire lever l'immunité pour une application laxiste de la loi, nous pouvons nous demander quels facteurs sont pertinents pour déterminer si nous sommes en présence d'une telle incurie ou insouciance grave. Un premier facteur d'intérêt paraît être la connaissance par l'organisme des faits nécessitant l'application de la loi¹¹⁹. Il s'agit de se demander si un organisme raisonnable placé dans la position de régulateur aurait eu connaissance de faits dont la gravité et le sérieux étaient susceptibles de commander l'application de la loi. Cette question est étroitement liée à l'exercice des pouvoirs d'enquête eux-mêmes. Pour évaluer ce premier facteur, on devrait se demander si, compte tenu des circonstances, l'organisme a fait preuve d'insouciance grave en ne réalisant pas une enquête plus poussée concernant les faits en sa possession. À cet égard, il est nécessaire de considérer que l'information relative à un participant du marché peut être disséminée entre divers départements de l'organisme, en ce qu'elle comporte différentes dimensions. De plus, il est possible que l'information justifiant la décision d'intervenir s'accumule progressivement au sein de l'organisme. Il faut donc tenir compte de cette particularité lors de l'identification de la période à partir de laquelle une masse critique de renseignements pouvait être disponible au sein de l'organisme pour donner ouverture à une intervention.

Deuxièmement, la prise en compte de la gravité de l'illégalité en cause paraît nécessaire en vue de qualifier la conduite de l'organisme. La gravité de la contravention permet d'apprécier dans quelle mesure l'organisme était interpellé relativement à des événements mettant en cause sa mission fondamentale. Elle sera également utile pour juger des motifs avancés par

¹¹⁶ Giroux et Rochette, *supra* note 105 à la p 123; *Forget c Commission des valeurs mobilières du Québec*, *supra* note 53 ; *Finney*, *supra* note 57.

¹¹⁷ *Finney*, *ibid* au para 38.

¹¹⁸ *Ibid* au para 39.

¹¹⁹ Voir, en ce sens, *Pellemans*, *supra* note 8 aux para 109-116.

l'organisme pour expliquer sa décision. Évidemment, l'évaluation de la gravité devrait se faire au regard des faits que connaissait l'organisme à l'époque ou dont il aurait dû avoir connaissance.

Enfin, les raisons de l'omission ou du délai d'intervention méritent d'être examinées. Un régulateur n'a pas l'obligation d'empêcher tout manquement à la loi. Tel que nous l'avons fait valoir ci-dessus, forcer les régulateurs à expliquer toute leur décision de ne pas appliquer la loi aurait des conséquences négatives pour leur bon fonctionnement¹²⁰. Tout de même, pour déterminer si l'organisme a fait preuve d'insouciance grave, l'examen des motifs semble nécessaire. Mais cet examen devrait se faire avec retenue. En effet, la Cour suprême a rappelé à maintes reprises la nécessité de faire preuve de déférence à l'égard des décisions des régulateurs. Ainsi, l'examen ne devrait pas tant avoir pour but d'évaluer le mérite des motifs que de déterminer s'ils sont rationnels. C'est sans doute pour cette raison que le Juge LeBel utilise des expressions telles que « dérèglement fondamental » et « acte inexplicable et incompréhensible » dans *Finney* pour préciser la notion d'insouciance grave. Ces expressions réfèrent en fin de compte au caractère rationnel de la décision. Selon cette approche, une décision est rationnelle dans la mesure où ses motifs se rattachent à des considérations liées aux objectifs de la réglementation et dont l'appréciation relève de la compétence de l'organisme.

En somme, il s'agit de déterminer si l'organisme a fait preuve d'insouciance grave en n'appliquant pas la loi, compte tenu des faits dont il avait connaissance, de la gravité de ceux-ci et des raisons justifiant l'abstention. S'il est moins onéreux que l'intention de nuire, le critère d'insouciance grave s'avère tout de même exigeant. Compte tenu des conséquences découlant du constat de l'existence d'une insouciance grave, à savoir la perte de l'immunité pour l'organisme, les faits justifiant cette qualification devraient être particulièrement accablants.

3) *Le préjudice*

Les principes généraux de la responsabilité civile régissent l'appréciation du préjudice qui résulte de la faute d'un organisme de réglementation. Selon le *Code civil du Québec*, toute personne, qui a subi un préjudice qui constitue une conséquence directe et immédiate d'un laxisme fautif dans l'application de la loi, peut réclamer des dommages du responsable¹²¹. Le préjudice qui résulte du comportement fautif doit avoir un caractère certain, c'est-à-dire réel ou véritable. C'est donc dire que le préjudice

¹²⁰ Puz, *supra* note 98.

¹²¹ Art 1457 CcQ.

éventuel ou potentiel n'est pas suffisant pour engager la responsabilité civile. En revanche, cela n'empêche pas le préjudice futur d'être susceptible d'indemnisation s'il est certain et qu'il est possible de l'évaluer¹²². Par ailleurs, puisque l'octroi de dommages-intérêts a pour objectif de remettre la victime du préjudice dans l'état patrimonial antérieur à la faute, il n'existe aucune limite au montant des dommages-intérêts que peut recevoir une victime, si ce n'est que ceux-ci doivent viser la réparation d'un préjudice qui s'avère une suite directe et immédiate de la faute.

Dans le cas d'une application fautive de la loi, le préjudice des investisseurs consiste en la perte subie en raison de la fraude ou de l'illégalité commise par un tiers. L'évaluation de ce préjudice variera selon la nature du méfait. À titre d'exemple, s'il s'agit d'une appropriation frauduleuse des fonds, le préjudice consiste en le montant d'argent perdu par l'investisseur. De même, s'il s'agit de la transmission d'informations fausses ou trompeuses par un émetteur, le préjudice correspond à la différence entre le prix auquel l'investisseur a acheté ou vendu les titres sur le marché et la véritable valeur des titres à ce moment. Quelle que soit la nature du méfait, l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur risque d'être complexe en raison de la multitude de facteurs influant sur la valeur des titres.

Au-delà de la complexité de l'évaluation des dommages, une autre difficulté significative se présente : dans quelle mesure l'auteur du méfait et l'organisme de réglementation sont-ils tenus de l'obligation de réparer le préjudice ? Posée autrement, la question vise à déterminer si ces derniers sont solidairement responsables de la perte subie par les investisseurs. Selon l'article 1526 CcQ, l'obligation de réparer le préjudice causé à autrui par la faute de deux personnes ou plus est solidaire, lorsque cette obligation est extracontractuelle. Dans le cas d'un régulateur commettant une faute dans l'application de la loi, nous estimons que l'article 1526 sera généralement inapplicable. Il en va ainsi, car le participant du marché ayant commis la fraude aura habituellement un lien contractuel avec les investisseurs. Ainsi, l'obligation de réparer le préjudice sera de source extracontractuelle pour le régulateur et de source contractuelle pour le participant du marché. Or, comme le remarquent les professeurs Lluelles et Moore, la solidarité prévue par l'article 1526 ne peut s'appliquer que si toutes les obligations impliquées sont de nature extracontractuelle¹²³.

¹²² Art 1611 CcQ.

¹²³ Didier Lluelles et Benoît Moore, *Droit des obligations*, Montréal, Thémis, 2006 à la p 1469.

Pourrait-on considérer que l'obligation de réparer le préjudice dans ce contexte est une obligation *in solidum*? Rappelons qu'une obligation *in solidum*, reconnue par la jurisprudence québécoise, rend chacun des débiteurs responsables de l'entièreté des dommages¹²⁴. Elle nous amène à un résultat similaire à l'obligation solidaire, en ce qui concerne ses effets principaux. De fait, il s'agit d'une obligation solidaire imparfaite. L'obligation *in solidum* demeure sujette à certaines conditions dont l'existence d'une unicité des prestations des débiteurs. Concrètement, cette condition exige que chacune des fautes aient un lien de connexité permettant de considérer que leurs auteurs sont « obligés à la même chose »¹²⁵. Or, dans le cas nous occupant, le participant du marché et régulateur commettent des fautes successives et indépendantes¹²⁶. Les fautes s'apprécient au regard de relations avec les investisseurs qui sont totalement différentes. Les liens des investisseurs avec le participant du marché se construisent dans un environnement contractuel spécifique qui définit leurs prestations. Ceux tissés avec le régulateur s'élaborent dans une perspective davantage institutionnelle, tributaire de la mission générale de l'organisme, amenant les investisseurs à se fier à ce dernier¹²⁷. Dans cette perspective, il semble difficile de parler d'unicité des prestations, ce qui devrait faire échec à l'existence d'une obligation *in solidum*.

Au-delà de la stricte analyse juridique, l'approche restrictive proposée ci-dessus repose sur des considérations de nature politique. La solidarité imparfaite entre l'auteur de la fraude et le régulateur est critiquable. Nous reconnaissons que la solidarité appui l'objectif d'indemnisation des victimes qui sous-tend le régime de responsabilité civile. Cependant, la solidarité fait en sorte que les victimes poursuivront systématiquement le défendeur ayant le plus de ressources financières, en l'occurrence l'organisme de réglementation, indépendamment de sa véritable contribution à la réalisation du préjudice. Or ce résultat risque de transformer l'organisme de réglementation en assureur des pertes des investisseurs, ce qui ne nous paraît pas souhaitable pour les motifs évoqués ci-dessus. Du même coup, la solidarité va à l'encontre de l'objectif de dissuasion de la responsabilité civile. En effet, les investisseurs auront tendance à intenter leurs recours contre le défendeur le plus fortuné (*deep-pockets*), à savoir le régulateur, avec pour conséquence de réduire le risque de responsabilité pour les autres participants du marché. Cela fera en sorte que le montant des dommages potentiels pour les participants du marché commettant une fraude baissera, rendant les bénéfices de cette inconduite plus élevée.

¹²⁴ *Ibid.*

¹²⁵ *Noël c Petites sœurs franciscaines de Marie*, [1967] 1 CS 1 à la p 11.

¹²⁶ Voir, en ce sens, *Rosso*, *supra* note 10 aux para 59 et s.

¹²⁷ Sur la légitimité pour les investisseurs de se fier à un organisme gouvernemental, voir Cohen, *supra* note 11.

4) *Le lien de causalité*

Afin qu'une personne soit tenue responsable en vertu du régime de l'article 1457 CcQ, il est nécessaire d'établir un lien de causalité entre la faute commise par cette personne et le préjudice subi par autrui. La détermination du lien de causalité peut être scindée en deux opérations. La première opération requiert l'identification de la source réelle de l'événement ayant causé le préjudice. La seconde nécessite le rattachement de cet événement au comportement de la personne en cause. Le lien de causalité ainsi dégagé doit permettre de démontrer que le préjudice est la conséquence directe et immédiate du fait fautif reproché¹²⁸.

Pour établir l'existence du lien de causalité, la jurisprudence et la doctrine privilégient l'approche de la causalité adéquate. Les auteurs Baudouin et Deslauriers le décrivent de cette façon:

[...] Le caractère direct de ce lien est apprécié, avant tout, par l'examen de la situation de fait, au cours duquel le juge est amené à peser l'influence respective de tous les événements et circonstances ayant entouré l'accident. Pour lui permettre de se faire une opinion, trois éléments principaux entrent en général en ligne de compte soit conjointement, soit alternativement. D'abord, la possibilité objective de la création du préjudice; ensuite, la prévisibilité raisonnable de celle-ci et enfin la situation dans le temps des divers facteurs à caractère causal. On ne saurait s'étonner, dans un tel système, qu'on confonde souvent faute et causalité et que l'on réduise parfois cette dernière à un simple élément de la première¹²⁹.

De plus, la nécessité d'établir un lien causal entre le prétendu manquement à la règle invoquée et le préjudice subi est souvent rappelée par les tribunaux dans un cas où la réglementation invoquée servirait de fondement à la responsabilité¹³⁰. Dans le cas des litiges en valeurs mobilières, les tribunaux citent généralement le juge Rochon dans *Richter & Associés inc c Merrill Lynch Canada inc* :

Par ailleurs, tout manquement à une disposition statutaire et réglementaire n'entraîne pas de façon inéluctable la responsabilité du courtier. Règle générale, ces différentes règles prescrivent des normes de prudence et de diligence qui balisent la conduite du courtier. Toutefois, pour retenir la responsabilité du courtier, il faut établir un lien de causalité entre le manquement statutaire ou réglementaire et le dommage subi¹³¹.

¹²⁸ Art 1607 CcQ.

¹²⁹ Baudouin et Deslauriers, *supra* note 56 au para 1-636, aux pp 634-35.

¹³⁰ *Robitaille c FBN, Ringuette c FBN*, EYB 2010-182289 (REJB) au para 258 (CS Qc).

¹³¹ JE 2007-407, au para. 74 (CA Qc); *Immeubles Jacques Robitaille inc. c Financière Banque Nationale*, 2011 QCCA 1952.

Dans le contexte d'un recours intenté par des investisseurs ayant subi des pertes en raison d'une fraude, il s'agit de déterminer si le laxisme dans l'application de la loi constitue une cause déterminante au même titre que les agissements frauduleux. À cet égard, rien « ne s'oppose à ce qu'un préjudice prenne sa source dans deux événements distincts lorsque l'un et l'autre sont à ce point directement reliés au préjudice qu'on ne saurait qualifier l'un d'occasion et l'autre de cause »¹³². Tout même, il faut que le laxisme ait joué un rôle tel qu'il ne constitue pas uniquement une simple occasion de réalisation du préjudice.

D'emblée, il semble tentant de considérer que les actes frauduleux sont la cause déterminante du préjudice subi par les investisseurs. Sans fraude, ces derniers n'auraient pas subi de préjudice. Il paraît toutefois opportun d'aller au-delà de cette évidence et de se demander si l'omission d'intervenir de la part du régulateur a contribué à la perte subie par les investisseurs de manière déterminante. Sous cet angle, il faut également éviter de conclure trop rapidement. D'une part, rappelons que le régulateur n'a pas d'obligation de résultat faisant en sorte que sa responsabilité soit presque automatiquement engagée lors d'une fraude causant des dommages. D'autre part, on ne doit pas oublier que le lien de causalité concerne la perte financière des investisseurs. Il faut donc démontrer que n'eut été de la faute dans l'application de la loi, les investisseurs n'auraient pas subi de préjudice ou, du moins, que celui-ci aurait été moindre. Autrement dit, le laxisme de l'organisme doit avoir permis dans les circonstances la réalisation de la fraude ou la poursuite du stratagème frauduleux¹³³. Bien que rendu dans un contexte différent intéressant le transport aérien, l'arrêt *Swanson* nous offre un exemple intéressant à cet égard :

Bien que Transports Canada ne puisse pas empêcher un pilote de piloter un avion de façon négligente ou de mettre la vie des passagers en danger, il peut réduire le risque que cela se produise. Il peut empêcher une compagnie aérienne d'utiliser de l'équipement de mauvaise qualité. Il peut, au moyen d'inspections et de mesures de contrainte, réduire le nombre de situations où cette négligence peut se produire. Transports Canada ne peut pas empêcher les compagnies aériennes d'essayer d'exploiter leur entreprise de façon aussi économique et rentable que possible, mais il peut essayer de les forcer à respecter les règles de sécurité.

[...]

Mais, ce qui est peut-être encore plus important, comme le juge de première instance l'a constaté, le fait de ne pas procéder à des inspections et de ne pas faire respecter les règlements a contribué à l'instauration d'un climat de relâchement de la sécurité chez

¹³² *Laidley c Kovalik*, [1994] RRA 429 (CA Qc).

¹³³ *Protection de la jeunesse* – 627, *supra* note 80 aux pp 370-71 (par analogie); *Swanson*, *supra* note 88 aux para 48-49; *Finney*, *supra* note 57.

Wapiti. [...] Bien que ce soit les membres de la famille Wells qui aient adopté les pratiques peu sûres de la compagnie aérienne, c'est Transports Canada qui leur a initialement donné l'approbation gouvernementale d'exercer leurs activités et qui a par la suite négligé de prendre les mesures que la loi et le règlement qui la régissaient expressément l'obligeaient à prendre lorsque ces problèmes ont été portés à son attention¹³⁴.

La nuance est toutefois de mise dans le contexte financier. Nous sommes rarement en présence d'un événement unique en matière de fraude financière. La fraude s'orchestre et se réalise habituellement par une succession d'événements. Ainsi, les investisseurs sont susceptibles de transiger autant en amont de la fraude, que pendant sa réalisation. Il n'est donc pas aisé de statuer que l'application de la loi « au bon moment » aurait nécessairement évité la perte subie par les investisseurs, voire par tous les investisseurs. En effet, dans certains cas, les fonds des investisseurs auront été pillés avant même que la fraude ne soit identifiable. Or dans l'éventualité où la perte des investisseurs se serait matérialisée même en l'absence d'une faute de l'organisme, il n'y aura pas de lien de causalité entre l'omission d'appliquer la loi et le préjudice découlant de fraude. Il s'agit donc d'une question délicate que les tribunaux devraient trancher en examinant les faits de l'espèce.

Conclusion

La législation sur les valeurs mobilières confie aux régulateurs, tels que l'Autorité des marchés financiers, la mission d'assurer la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché. Depuis la mise au rancart du modèle des *Blue Sky Laws*, cette mission doit s'apprécier au regard du modèle fondé sur la divulgation d'information. Ainsi, la poursuite de ces objectifs n'incombe pas uniquement aux régulateurs. Les efforts collectifs des investisseurs et des intermédiaires contribuent également à amener le marché vers des niveaux plus élevés d'efficacité informationnelle et à réduire les risques de fraudes et d'abus.

Néanmoins, lorsque surviennent des fraudes sur les marchés, les régulateurs se retrouvent rapidement sur la sellette, comme l'a illustré éloquemment le scandale Norbourg pour l'AMF. Dans ce contexte se pose la question de la responsabilité civile des régulateurs au regard de leur mission de protection des épargnants. Dans les décisions *Pellemans* et *Rosso*, la Cour supérieure a reconnu que l'AMF pouvait être tenue responsable du préjudice subi par les victimes de la fraude pour Norbourg s'il était établi qu'elle avait commis une faute dans l'application de la

¹³⁴ *Swanson, supra* note 88 au para 57.

réglementation. L'absence de décisions sur le fond nous a toutefois privé d'une analyse approfondie quant à l'étendu du régulateur en pareils circonstances.

Dans cet article, nous avons cherché à combler cette lacune en discutant des enjeux soulevés par la responsabilité de l'Autorité des marchés financiers sous l'angle du droit civil. Au terme de notre étude, nous constatons qu'un régulateur en valeurs mobilières peut effectivement commettre une faute civile dans l'application de la réglementation qui est génératrice de responsabilité. Nous estimons cependant que le périmètre de la responsabilité civile d'un régulateur devrait être défini restrictivement comme c'est le cas en common law. Assujettir les régulateurs à une obligation d'application de la loi dont l'intensité est élevée risquerait d'avoir des effets inattendus sur la poursuite de la mission de protection des épargnants et de maintien de l'efficacité du marché des valeurs mobilières. En outre, cette approche ferait reposer les risques de fraude sur l'ensemble des contribuables qui financent les régulateurs, ce qui n'est pas souhaitable d'un point de vue économique.

