

**Mémoire au sujet des
Recommandations en matière de prévention, de
dépistage et de dissuasion de l'*Insider Trading*
Task Force (ITTF)**

SECTION NATIONALE DU DROIT DES AFFAIRES
DE L'ASSOCIATION DU BARREAU CANADIEN



Février 2004

TABLE DES MATIÈRES

Mémoire au sujet des Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion de l'*Insider Trading Task Force* (ITTF)

AVANT-PROPOS	i
I. INTRODUCTION.....	1
II. LA PRÉVENTION – L’EXCEPTION DE LA « CONNAISSANCE RÉCIPROQUE » DE RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS (PARAGRAPHE 3.2.4)	2
III. LA DÉTECTION – L’EXPLORATION DES DONNÉES (PARAGRAPHE 4.1.2)	3
IV. LA DÉTECTION – LES PLAINTES ET LES TUYAUX (PARAGRAPHE 4.1.4)	4
V. LA DISSUASION (PARAGRAPHE 5.0).....	4
VI. LA DISSUASION – LES LOIS PROVINCIALES –	

**« POSSESSION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE »
PAR RAPPORT À « PERSONNE AYANT UNE
RELATION SPÉCIALE » (PARAGRAPHE 5.1.3)..... 5**

**VII. LA DISSUASION - LA LOI FÉDÉRALE – LA
SACTION PÉNALE DISSUASIVE
(PARAGRAPHE 5.1.4) 9**

**VIII. LA DISSUASION - SANCTIONS, RECOURS ET
PRATIQUES EN MATIÈRE D'APPLICATION DE
LA LOI (PARAGRAPHE 5.1.5)..... 11**

**IX. LA DISSUASION - LES PRATIQUES EN MATIÈRE
D'APPLICATION DE LA LOI (PARAGRAPHE 5.2)..... 12**

AVANT-PROPOS

L'Association du Barreau canadien est un organisme national qui représente plus de 38 000 juristes, avocats, avocates, notaires, professeurs, professeures, étudiants et étudiantes en droit dans l'ensemble du Canada. L'Association s'est fixé comme objectifs prioritaires l'amélioration du droit et de l'administration de la justice.

Le présent mémoire a été préparé par la Section nationale du droit des affaires de l'Association du Barreau canadien, avec l'assistance de la Direction de la législation et de la réforme du droit du bureau national. Ce mémoire a été examiné par le Comité de législation et de réforme du droit et approuvé à titre de déclaration publique de la Section nationale du droit des affaires de l'Association du Barreau canadien.

Mémoire au sujet des Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion de l'*Insider Trading Task Force* (ITTF)

I. INTRODUCTION

L'Insider Trading Task Force (ITTF), a publié en novembre 2003 un Rapport intitulé *Délits d'initiés du Canada : Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion* (le Rapport). Le Rapport recommande que 32 changements soient apportés dans le cadre de la lutte contre les opérations entre initiés au Canada. La Section nationale du droit des affaires de l'Association du Barreau canadien (la section de l'ABC) a le plaisir de présenter son point de vue sur les recommandations de l'ITTF.

Il s'agit du deuxième mémoire présenté par l'ABC au sujet du Rapport. Le premier se concentre sur les recommandations en matière de fournisseurs de services formulées au paragraphe 3.1.2. Le présent mémoire se consacre à toutes les autres recommandations du Rapport.

L'objectif de l'ITTF, selon le Rapport, est de « trouver les moyens les plus efficaces pour prévenir les délits d'initié (notre souligné) sur les marchés des capitaux canadiens ». L'identification d'un problème légitime d'encadrement réglementaire constitue habituellement la justification de modifications ultérieures du même régime réglementaire. Le mandat de l'ITTF consiste à :

1. cerner des moyens de réduire le risque que les délits d'initiés se produisant, en prescrivant des pratiques exemplaires pour les courtiers, les émetteurs et les fournisseurs de services afin de limiter les fuites d'information privilégiée;
2. accroître la capacité des autorités de réglementation à dépister les délits d'initiés au moment où ils surviennent, notamment en traitant les questions des comptes extraterritoriaux et des comptes de prête-nom et en coordonnant la réglementation des titres de participation et celle de leurs dérivés;
3. augmenter le succès des efforts de dissuasion grâce à :
 - une meilleure coordination entre les organismes de réglementation;
 - une vérification de la pertinence des lois;
 - une amélioration des mécanismes d'application et des pénalités.

II. LA PRÉVENTION – L'EXCEPTION DE LA « CONNAISSANCE RÉCIPROQUE » DE RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS (PARAGRAPHE 3.2.4)

La Section du droit des affaires de l'ABC convient qu'il existe la possibilité que des initiés camouflent des opérations irrégulières de manière à ce qu'elles aient l'apparence d'exceptions de la « connaissance réciproque » à l'interdiction applicable aux opérations entre initiés. La Section du droit des affaires estime, cependant, que certaines transactions entre initiés et émetteurs doivent continuer d'être assujetties à cette exception. Par exemple, la jurisprudence a interprété l'exception de la connaissance réciproque comme permettant aux cadres dirigeants qui sont au courant d'informations importantes non disséminées au sujet de l'émetteur, de lever des options (puisque aussi bien le cadre que l'émetteur sont « au courant » des renseignements d'initiés), tant que le cadre s'abstient de vendre les actions avant la divulgation de l'information secrète. Si l'on suit la Recommandation n° 13 en restreignant la portée de cette exception, les cadres qui sont au courant d'informations importantes qui n'ont pas encore été divulguées, ni suffisamment disséminées, pourraient être obligés de laisser

leurs options expirer sans pouvoir les lever.

La Section du droit des affaires de l'ABC est de l'avis qu'il serait de nature punitive que d'obliger un cadre d'un émetteur à laisser ses options dans le cours expirer sans les lever alors qu'elles font partie de la rémunération des cadres. Cependant, il existe effectivement des circonstances dans lesquelles un preneur d'option qui détient des renseignements importants non divulgués au public pourrait faire un usage irrégulier de sa connaissance de renseignements importants non divulgués au public en levant des options qui sont sur le point d'expirer. Par exemple, si le prix de levée est considérablement supérieur à la valeur marchande des actions et l'information importante non divulguée est favorable, il serait incorrect que l'initié à qui il serait interdit d'acheter sur le marché fasse l'acquisition d'actions en levant des options, s'il s'attend à ce que la valeur marchande dépasse le prix de levée une fois que l'information favorable aura été disséminée. Par conséquent, il est important d'examiner attentivement la portée des limites à l'exception de la « connaissance réciproque » dans le cadre des opérations entre initiés.

III. LA DÉTECTION – L'EXPLORATION DES DONNÉES (PARAGRAPHE 4.1.2)

La Section du droit des affaires de l'ABC soutient la Recommandation n° 16 qui propose un développement plus poussé et une intégration plus approfondie des bases de données électroniques, mais il est important que ces tâches soient accomplies avec réflexion et non pas à l'improviste. Les pressions exercées actuellement sur tous les participants et participantes au marché boursier en raison des priorités en matière actuelles de réglementation, notamment les initiatives fédérales de lutte contre le blanchiment de fonds et contre le terrorisme, ainsi que les initiatives réglementaires concernant le mode T+1 dans le cadre des marchés boursiers, ont un effet énorme sur les ressources humaines et financières et inhibent peut-être la capacité de réflexion des

intéressés lorsque les exigences deviennent intolérables. Il faut établir des priorités en matière de réglementation. Ceci s'applique aussi à la Recommandation n° 18, au paragraphe 4.2.2, qui porte sur le dépistage des opérations d'initiés réalisées par des comptes de prête-nom et extraterritoriaux.

IV. LA DÉTECTION – LES PLAINTES ET LES TUYAUX (PARAGRAPHE 4.1.4)

La conclusion de la Recommandation n° 17 ne semble pas découler logiquement de son fondement. La Section du droit des affaires de l'ABC est d'accord pour dire que la sensibilisation du public est pertinente et qu'elle fait partie du champ de compétence des organismes de réglementation des valeurs mobilières. Nous ne sommes pas d'accord, cependant, pour dire que la sensibilisation du public devrait reposer sur l'idée d'"encourager les signalements et accroître le nombre de plaintes ». Même si l'on n'atteint pas l'objectif d'augmenter le nombre de plaintes et de signalements, nous resterons en faveur de la sensibilisation du public.

V. LA DISSUASION (PARAGRAPHE 5.0)

Tout au long du Rapport, on ressent clairement la frustration des organismes de réglementation face à leur incapacité d'éliminer et de punir de manière satisfaisante les opérations d'initiés dont ils croient qu'elles ont lieu au Canada. Cette frustration est encore plus grande dans la partie du Rapport consacrée à la dissuasion.

En quatre pages environ, les auteurs, auteures, se proposent de reformuler de manière radicale les principes fondamentaux de la responsabilité des initiés dans le cadre des opérations d'initiés au Canada. Alors que certains des concepts proposés méritent

d'être approfondis, la Section du droit des affaires de l'ABC est d'avis que les recommandations du Rapport à ce sujet sont prématurées et injustifiées.

VI. LA DISSUASION – LES LOIS PROVINCIALES – « POSSESSION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE » PAR RAPPORT À « PERSONNE AYANT UNE RELATION SPÉCIALE » (PARAGRAPHE 5.1.3)

Le Rapport fait remarquer avec justesse que, dans la totalité des provinces, la règle de base portant sur le délit des initiés prescrit qu'aucun initié ou personne physique ou morale impliquée dans une relation spéciale avec un émetteur assujetti qui a connaissance d'un fait important ou d'un changement important n'ayant pas été communiqué au public, ne peut vendre ni acheter des titres de l'émetteur assujetti. De la même manière, nul ne peut communiquer un fait ou un changement important à une autre personne, sauf dans le cours normal des activités.

Dans le Rapport, cette approche commune est divisée en deux éléments de base :

- le critère de la « possession d'information privilégiée », défini par la connaissance de renseignements d'initiés;
- le critère de la « personne ayant une relation spéciale », défini par l'existence ou d'une relation d'un lien avec l'émetteur ou, subsidiairement, par l'obtention de renseignements importants auprès d'une personne ayant une relation spéciale avec l'émetteur.

Le Rapport propose d'éliminer du critère de la « personne ayant une relation spéciale » et de n'appliquer que le critère de la « possession d'information privilégiée ». Le Rapport formule ainsi la nouvelle norme de responsabilité : " aucune personne ayant connaissance d'une information privilégiée ne peut acheter ni vendre des titres d'un émetteur ». Le Rapport concède que « cette approche n'exige pas que la personne qui a connaissance des renseignements détienne une participation au sein d'un émetteur ou ait connaissance de la source ou du propriétaire des renseignements ».

La Section du droit des affaires de l'ABC est de l'avis que ce changement d'approche modifierait de fond en comble le droit relatif au délit d'initiés. Il aurait l'effet, probablement involontaire, de criminaliser un grand nombre de conduites courantes sur les marchés financiers. Le libellé actuel de la loi suppose que toute personne qui effectue des opérations de marché sur la base de renseignements d'initiés, sait ou devrait savoir que ces renseignements proviennent d'initiés. C'est la connaissance de ce fait, en combinaison avec les renseignements clairement pertinents, qui justifie l'imposition de sanctions. L'infraction contient un élément subjectif qui est la connaissance (relativement dilué par l'emploi du conditionnel : « devrait savoir »).

En comparaison, la formulation proposée aurait l'effet de supprimer dans une large mesure l'élément subjectif : si les renseignements sont objectivement importants, non communiqués et véridiques, alors toute opération effectuée sur la base de ces renseignements est illégale. Le Rapport examine le cas d'espèce de l'« initié accidentel » qui a appris l'information dans des circonstances particulières, comme « le fait de surprendre une conversation..., la découverte de documents confidentiels dans une poubelle, la réception d'une télécopie expédiée au mauvais numéro, etc. » On peut s'attendre à ce que ce genre de circonstances spéciales soit plutôt rare. D'autre part, il est probablement commun que des opérations soient effectuées sur la base de rumeurs du marché ou de « tuyaux » provenant de sources qui ne semblent pas être en relation avec l'émetteur concerné. Si on applique le critère de la « possession d'information privilégiée », quiconque effectue des opérations sur la base de rumeurs qui courent sur les marchés ou de « tuyaux » pourrait être tenu responsable s'il s'avère simplement que les rumeurs ou les « tuyaux » sont véridiques.

En réponse aux questions portant sur les initiés « accidentels » (sans aborder la question plus générale des rumeurs circulant sur les marchés), le Rapport cite avec approbation une étude présentée en mars 2003 par le comité de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sur les marchés émergents, intitulée *Insider Trading - How Jurisdictions Regulate It*¹. Cette étude est constituée, avant tout, d'une description des régimes réglementaires en vigueur dans de nombreux ressorts territoriaux (curieusement, à l'exception du Canada). La lecture du Rapport de l'ITTF donne l'impression que l'OICV propose que seul le critère de la « possession d'information privilégiée » soit appliqué, alors que cela n'est pas le cas. L'OICV y examine en fait la définition d'« initié », y décrit les approches employées dans les divers ressorts et débat des avantages, des inconvénients et des principes qui sous-tendent ces régimes divers. Les conclusions de l'étude de l'OICV ne sont pas impératives, cependant elles constituent une liste de vérification portant sur les questions qui, selon l'OICV, doivent être abordées lors de l'élaboration de régimes de lutte contre le délit d'initiés. L'étude conclut, par exemple, que, pour formuler la définition d'« initié », [TRADUCTION] « il faut examiner les questions suivantes » et elle dresse une liste de cinq questions contenant l'expression [TRADUCTION] « Qu'il soit ... ou ... ».

Dans ce contexte, l'étude de l'OICV fait une observation reprise dans le Rapport, qui dit : « Bien entendu, des définitions larges de ce qu'est une opération d'initié peuvent être critiquées si des personnes innocentes, sans connaissance de la confidentialité et de l'importance des renseignements, sont assujetties à des pénalités criminelles. Toutefois, le comportement de ces investisseurs indique généralement s'ils savaient qu'ils négociaient en se fondant sur de l'information privilégiée ». Le même extrait fait référence à une discussion plus approfondie portant sur les régimes qui requièrent l'existence d'une intention délibérée. L'étude de l'OICV fait noter que « [TRADUCTION] bien que, dans certains cas, il soit difficile de démontrer l'intention

de l'inculpé, cela ne pose pas de difficultés insurmontables » Par la suite, l'étude donne des exemples de conduite hautement suspecte sur lesquels le juge des faits peut se baser pour déduire le caractère volontaire de l'emploi fautif de renseignements d'initiés. Si on lit l'étude de l'OICV dans son intégralité, on ne peut pas conclure que le critère de la « possession d'information privilégiée » fait l'objet de leur préférence.

Notre objection fondamentale à l'encontre de la solution proposée dans le Rapport est que cette approche pourrait causer l'inculpation de personnes dont la conduite n'est pas, à notre avis, considérée par la société canadienne en général comme étant de nature criminelle. Il est permis de penser que le Rapport reconnaît ce fait en passant. Plus loin, dans une discussion sur les sanctions applicables, on peut lire : « un emprisonnement de plus longue durée semble difficile à justifier, particulièrement si l'infraction est reformulée selon la méthode axée uniquement sur la «possession d'information privilégiée» ». Nous estimons que cet extrait constitue une reconnaissance tacite du risque de condamnations injustifiées pouvant découler de l'adoption exclusive du critère de la « possession d'information privilégiée ».

Si nous retournons à notre exemple de la personne qui effectue des opérations sur la base de rumeurs qui circulent sur les marchés, par définition, cette personne agit en croyant que les rumeurs sont véridiques mais n'ont pas encore été communiquées au grand public et que, par conséquent, il existe une possibilité d'en tirer profit (ou d'éviter des pertes). Plusieurs études ont démontré que les cours des titres des sociétés ont tendance à s'élever avant que les sociétés ne publient des renseignements très importants. Il serait difficile de ne pas déduire, au moins dans certains cas, qu'il y a eu des « fuites » de renseignements importants qui n'ont pas été communiqués publiquement. Dans l'ère de l'Internet, des cybersalons et des comptes électroniques, les fuites de renseignements peuvent être communiquées rapidement et bien loin de leur source originale. Si l'on adopte le critère unique de la « possession d'information privilégiée », alors quiconque effectue des opérations sur la base d'une fuite

d'information (sous la forme de rumeurs) pourrait être tenu responsable, sans égard à la distance où il se trouve de l'émetteur ou de l'initié, pour une fuite dont il n'est pas personnellement responsable et dont il ne connaît pas la source. Cela semble être une extension injustifiée de la responsabilité. Nous estimons que le libellé actuel de la loi, identique dans toutes les provinces et faisant appel aux deux critères de la « possession d'information privilégiée » et de la « personne ayant une relation spéciale » est préférable. On y retrouve les éléments de l'intention et du lien avec la source des renseignements d'initiés, dont l'Association permet de justifier l'imputation de la responsabilité criminelle.

VII. LA DISSUASION - LA LOI FÉDÉRALE – LA SANCTION PÉNALE DISSUASIVE (PARAGRAPHE 5.1.4)

Le Rapport examine le projet de loi C-46, adopté par la Chambre des communes mais mort au feuillet en novembre 2003. Ce projet de loi proposait d'insérer dans le *Code criminel* de nouvelles infractions pénales en matière d'opérations d'initiés et de « tuyaux ». L'ABC n'a pas encore présenté ses observations au sujet du projet de loi C-46, dont les dispositions vont au-delà des questions afférentes aux opérations entre initiés. Si des dispositions législatives similaires étaient déposées lors de la nouvelle session parlementaire, l'ABC pourrait approfondir ses commentaires à ce sujet. Le présent mémoire ne fait référence qu'à la discussion contenue dans le Rapport.

Tout comme les recommandations présentées à l'égard des lois provinciales, le Rapport propose un changement fondamental au niveau des principes fédéraux de lutte contre les opérations entre initiés. L'approche fédérale formulée dans le projet de loi C-46 érige en acte criminel le délit d'initiés, en se basant largement sur le modèle des législations provinciales en vigueur, en faisant appel, notamment à l'"utilisation de renseignements confidentiels en connaissance de cause » des personnes qui entretiennent des relations particulières avec l'émetteur. L'infraction pénale proposée

incrimine des conduites précises et se base sur les deux critères de « possession d'information privilégiée » et de « personne ayant une relation spéciale » en même temps.

Le Rapport remarque deux types de mesures de mise en œuvre de la loi qui sont employées dans les cas de personnes qui effectuent des affaires avec la connaissance de renseignements privilégiés : l'approche du « comportement déterminé » et celle de « l'abus du marché et fraude ». Il faut noter que « l'approche fondée sur le comportement déterminé » est fermement enchâssée dans la législation provinciale canadienne ». Par contre, selon le Rapport, le modèle pénal employé aux États-Unis se base sur une approche plus ample, fondée sur des concepts afférents aux « abus du marché et fraude ». Le Rapport conclut sans élaborer que le gouvernement fédéral devrait réexaminer l'approche adoptée par le projet de loi C-46 et adapter le « modèle américain » au contexte canadien. Alors que ces intentions sont faciles à exprimer, nous estimons qu'il serait très difficile de les réaliser et que le bien-fondé de l'adoption d'une approche si radicalement différente au Canada n'a pas été démontré.

Nous désirons faire valoir respectueusement qu'il ne serait pas désirable que le Canada copie les expériences qu'ont subies les États-Unis en matière de contrôle des opérations entre initiés. Il s'agit d'un ensemble de règles de droit presque entièrement jurisprudentiel, fondé sur des prohibitions générales interdisant [TRADUCTION] « l'emploi de dispositifs de manipulation et de fraude » (*Règle 10b-5*) et sur des concepts d'obligations fiduciaires très différents de ceux qui sont employés au Canada. Pendant une grande partie de l'ère moderne, les limites des opérations entre initiés aux États-Unis, ont été plutôt floues. Sans l'appui de dispositions pénales précises pour les guider, les tribunaux américains ont hésité autour de concepts portant sur les « obligation » et autour de débats sur les théories fondamentales de la responsabilité (les soi-disant « théorie classique » et « théorie du détournement »). Il est important de noter que, jusque dans un arrêt relativement récent de l'année 1997, la Cour suprême des

États-Unis a conclu qu'un avocat associé ou une avocate associée qui travaille dans un cabinet ayant été mandaté dans l'éventualité d'une offre publique d'achat, est responsable des opérations qu'il effectue sur les titres de la société visée à la connaissance de la société mandante. (*SEC v. O'Hagan*). Un observateur canadien trouvait surprenant qu'une telle conclusion ait été incertaine avant que la Cour suprême ne se prononce avec toute son autorité.

Il semble que le Rapport ait éprouvé des difficultés à « établir une distinction suffisante entre l'infraction provinciale et l'infraction proposée sur le plan fédéral ». Il remarque que l'adoption de l'approche américaine « distinguerait l'infraction fédérale des infractions quasi-criminelles provinciales ». Mais, ni le besoin, ni la justification d'une telle différenciation ne semblent clairs. On soupçonne que la justification implicite, de cette recommandation consiste en la réussite des poursuites et en la déclaration que « les autorités américaines ont également réussi à obtenir davantage de condamnations au cours de la période comparable ».

En bref, la Section du droit des affaires de l'ABC est d'avis que le changement radical proposé dans le Rapport, suivant le « modèle américain », cadre mal avec l'approche employée partout au Canada et que ses avantages n'ont pas été démontrés.

VIII. LA DISSUASION - SANCTIONS, RECOURS ET PRATIQUES EN MATIÈRE D'APPLICATION DE LA LOI (PARAGRAPHE 5.1.5)

La Section du droit des affaires de l'ABC convient que les législations provinciales devraient être harmonisées pour des raisons de cohérence, notamment au niveau des sanctions administratives, des ordonnances d'application de la loi et des ordonnances de mise en demeure.

IX. LA DISSUASION - LES PRATIQUES EN MATIÈRE D'APPLICATION DE LA LOI (PARAGRAPHE 5.2)

La Section du droit des affaires de l'ABC est d'accord avec la recommandation du Rapport qui propose l'adaptation des équipes intégrées d'application de la loi en tant que forum permettant la consolidation de l'expertise et des activités d'application de la loi, en ce qui concerne les délits d'initiés.