



COUR SUPRÊME DU CANADA

RÉFÉRENCE : Theratechnologies inc. c. 121851 Canada inc., 2015
CSC 18

DATE : 20150417
DOSSIER : 35550

ENTRE :

Theratechnologies inc., Yves Rosconi et Paul Pommier
Appelants
et
121851 Canada inc.
Intimée
- et -
Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires
Intervenant

TRADUCTION FRANÇAISE OFFICIELLE

CORAM : La juge en chef McLachlin et les juges Abella, Rothstein, Cromwell,
Moldaver, Karakatsanis et Wagner

MOTIFS DE JUGEMENT : La juge Abella (avec l'accord de la juge en chef McLachlin
(par. 1 à 56) et des juges Rothstein, Cromwell, Moldaver, Karakatsanis et
Wagner)

NOTE : Ce document fera l'objet de retouches de forme avant la parution de sa
version définitive dans le *Recueil des arrêts de la Cour suprême du Canada*.

THERATECHNOLOGIES INC. c. 121851 CANADA INC.

**Theratechnologies inc.,
Yves Rosconi et Paul Pommier**

Appelants

c.

121851 Canada inc.

Intimée

et

Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires

Intervenant

Répertoire : Theratechnologies inc. c. 121851 Canada inc.

2015 CSC 18

N° du greffe : 35550.

2014 : 1^{er} décembre; 2015 : 17 avril.

Présents : La juge en chef McLachlin et les juges Abella, Rothstein, Cromwell, Moldaver, Karakatsanis et Wagner.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DU QUÉBEC

Valeurs mobilières — Obligations légales de divulgation — Action en dommages-intérêts — Autorisation judiciaire préalable — Société pharmaceutique en cours d'obtention de l'approbation d'une drogue nouvelle — Questions relatives aux effets secondaires possibles du médicament soulevées dans le cadre du processus d'approbation — Publication des questions par une entreprise de cotation boursière entraînant une chute du prix des actions de la société pharmaceutique — Société actionnaire cherchant à intenter un recours collectif pour manquement à l'obligation de divulgation de la société — Autorisation judiciaire préalable de l'action accordée s'il existe « une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause » — Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ, c. V-1.1, art. 5.3, 73, 225.4.

Au printemps 2010, Theratechnologies inc. (Thera) attendait que la Food and Drug Administration (FDA) des États-Unis approuve un nouveau médicament qui réduit l'excès de gras abdominal chez les patients atteints du VIH. Pendant que la demande suivait son cours, Thera a informé régulièrement ses actionnaires et la Commission des valeurs mobilières du Québec de l'évolution du processus à la FDA. Elle a également informé régulièrement ses actionnaires au sujet du résultat de ses études cliniques visant à évaluer l'efficacité et l'innocuité du médicament, y compris ses effets secondaires possibles. Les études indiquaient que les avantages du médicament étaient « obtenus sans effets secondaires significatifs ».

Comme il est courant dans le cadre du processus d'approbation d'une drogue nouvelle, la FDA a soumis à un comité consultatif d'experts un certain

nombre de questions au sujet de ce médicament, notamment des questions au sujet de ses effets secondaires possibles. La FDA a également rendu publiques ces questions en les incorporant dans une série de documents d'information affichés sur son site Web. Thera croyait que les documents d'information déjà fournis par elle à la FDA et les résultats cliniques déjà communiqués à ses investisseurs répondaient de façon exhaustive aux questions précises soulevées par la FDA. Lorsque des entreprises de cotation boursière ont publié ces questions, le prix des actions de la société a chuté. 121851 Canada inc., une société de portefeuille, a vendu ses actions de Thera au cours de cette période. En fin de compte, la FDA a approuvé le médicament et le prix des actions de Thera s'est rétabli.

121851 a demandé au tribunal l'autorisation d'intenter un recours collectif en dommages-intérêts contre Thera, conformément à l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, alléguant que les renseignements au sujet des effets secondaires possibles du médicament et les questions de la FDA au sujet de ces effets secondaires équivalaient à un changement important dans l'activité, l'exploitation ou le capital de Thera, ce qui donnait naissance à l'obligation, prévue à l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, de fournir l'information occasionnelle.

L'article 225.4 confère au tribunal un rôle d'un gardien qui accorde une autorisation « s'il estime que l'action est intentée de bonne foi et qu'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Le premier juge a conclu que le mécanisme d'autorisation prévu à l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs*

mobilières impose un critère préliminaire plus strict que celui prévu à l'art. 1003 du *Code de procédure civile*, qui traite de l'autorisation générale d'intenter un recours collectif, mais il a jugé que la preuve était suffisante pour étayer la conclusion que l'action intentée par 121851 avait une possibilité raisonnable de succès. La Cour d'appel a convenu avec le premier juge que le mécanisme de filtrage prévu à l'art. 225.4 était plus exigeant que le critère d'autorisation d'un recours collectif prévu par l'art. 1003 du *Code de procédure civile* et qu'il exigeait plus qu'une simple possibilité d'avoir gain de cause. Elle a également conclu qu'il avait été satisfait à ce critère en l'espèce.

Arrêt : Le pourvoi est accueilli.

L'article 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* s'inscrit dans un nouveau régime visant à lutter contre les atteintes à l'obligation d'information continue dans le marché secondaire, le marché où se négocient publiquement les actions qu'une entreprise a émises ou distribuées. La réforme s'inspire des recommandations faites par le comité Allen à la suite d'un certain nombre d'affaires médiatisées de déclarations inexactes impliquant des sociétés ouvertes. Le comité a conclu que les recours offerts aux investisseurs du marché secondaire lésés par une divulgation trompeuse étaient si difficiles à exercer qu'ils étaient largement illusoires. En conséquence, il a recommandé la création d'un régime légal de responsabilité civile qui aiderait les investisseurs à poursuivre en justice les émetteurs, les dirigeants et les administrateurs qui manquent à leurs obligations légales d'information.

Sous le nouveau régime québécois, lorsqu'un titre est acquis ou transféré à la suite d'une fausse déclaration ou d'un défaut de fournir une information qui aurait dû l'être, la fluctuation de la valeur du titre est présumée être attribuable à cette faute. Les investisseurs se trouvent ainsi libérés du fardeau de démontrer que l'écart enregistré dans le prix du marché pour ce titre est lié à cette information erronée ou à ce défaut de fournir l'information, et du fardeau de démontrer qu'ils se sont personnellement fiés à cette information ou à l'absence de l'information au moment de l'achat ou du transfert du titre. Afin de décourager le genre de recours opportunistes devenus courants aux États-Unis en vertu de régimes plus favorables aux investisseurs, le régime québécois a prévu un mécanisme d'autorisation — l'art. 225.4 — afin de ne permettre que les actions intentées de bonne foi, s'il existe une « possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Le régime visait donc l'atteinte d'un équilibre entre la volonté de mettre un frein aux recours injustifiés ou opportunistes et celle d'offrir aux investisseurs un recours valable lorsque les émetteurs ne respectent pas leurs obligations d'information.

La « possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause qu'exige l'art. 225.4 établit un critère plus exigeant que le critère général d'autorisation applicable en matière de recours collectif prévu à l'art. 1003 du *Code de procédure civile*. Sous le régime de l'art. 1003, le tribunal cherche seulement à déterminer si « les faits allégués paraissent justifier les conclusions recherchées », c'est-à-dire si le demandeur a établi « une apparence sérieuse de droit ». Le législateur québécois a employé un libellé différent à l'art. 225.4 pour créer un

mécanisme de filtrage qui soit plus significatif dans le contexte des valeurs mobilières et qui fasse ainsi obstacle aux poursuites opportunistes coûteuses et aux demandes non fondées. Le critère préliminaire exige une possibilité raisonnable ou réaliste que le demandeur ait gain de cause.

Pour démontrer une possibilité réaliste d'avoir gain de cause, le demandeur doit présenter des éléments de preuve crédibles à l'appui de sa demande. Les tribunaux doivent donc entreprendre un examen raisonné de la preuve afin de s'assurer que l'action peut être fondée, mais l'étape de l'autorisation prévue par l'art. 225.4 ne doit pas être traitée comme un mini procès. Si le mécanisme de filtrage a pour objectif d'écarter les poursuites opportunistes coûteuses et celles qui ont peu de chances d'être accueillies, il s'ensuit que les exigences en matière de preuve ne doivent pas être lourdes au point d'être pratiquement identiques à celles d'un procès. Il n'est pas nécessaire de procéder à une analyse complète de la preuve. Ce qui *est* exigé, c'est une preuve suffisante pour convaincre le tribunal de l'existence d'une possibilité réaliste que le demandeur ait gain de cause.

121851 allègue que Thera a dérogé à l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui oblige les émetteurs à fournir aux investisseurs l'information occasionnelle au sujet d'un changement important. Un changement important comporte deux éléments. Il faut un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, et ce changement doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur

des titres de l'émetteur. 121851 soutient que lorsque Thera a reçu les documents d'information de la FDA destinés au comité consultatif, elle aurait dû y répondre par un communiqué de presse. Mais 121851 n'a présenté aucun élément de preuve de nature à constituer un changement important dans l'activité, le capital ou l'exploitation de Thera au sens de l'art. 5.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Les résultats de ces essais cliniques, y compris les effets secondaires possibles, ont été communiqués aux actionnaires aussitôt qu'ils ont été disponibles. Aucun nouveau renseignement sur les effets secondaires du médicament ne devait faire l'objet d'une information occasionnelle lorsque la FDA a fait mention de ces effets secondaires dans les documents d'information.

121851 n'a pas non plus signalé aucun élément de preuve tendant à indiquer que les questions posées à son comité consultatif par la FDA au sujet de ces effets secondaires, ou, de façon plus générale, que le contenu de ses documents d'information, s'écartaient d'une quelconque façon du processus courant par lequel la FDA décide si un médicament doit être approuvé. Il s'agit plutôt d'une étape courante qui fait partie du travail de la FDA de décider si les avantages d'un médicament l'emportent sur les risques qu'il présente. Il est difficile de considérer ces questions comme constituant, dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de Thera, une forme de changement exigeant de cette dernière qu'elle réagisse publiquement de façon rassurante.

Étant donné que la preuve ne permet pas de conclure de manière crédible qu'un changement important a donné naissance à des obligations d'information, il n'existe aucune possibilité raisonnable que 121851 ait gain de cause dans son action intentée sur le fondement de l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

Jurisprudence

Distinction d'avec l'arrêt : *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557; **arrêts mentionnés :** *Cartaway Resources Corp. (Re)*, 2000 BCSECCOM 88, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL); *Cornish c. Ontario Securities Commission*, 2013 ONSC 1310, 306 O.A.C. 107; *Infineon Technologies AG c. Option consommateurs*, 2013 CSC 59, [2013] 3 R.C.S. 600; *Guimond c. Québec (Procureur général)*, [1996] 3 R.C.S. 347; *Marcotte c. Longueuil (Ville)*, 2009 CSC 43, [2009] 3 R.C.S. 65; *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) c. Manulife Financial Corp.*, 2013 ONSC 4083, 44 C.P.C. (7th) 80; *Silver c. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222, autorisation d'appel refusée, 2011 ONSC 1035, 105 O.R. (3d) 212; *Dobbie c. Arctic Glacier Income Fund*, 2011 ONSC 25, 3 C.P.C. (7th) 261; *Round c. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, conf. par 2012 BCCA 456, 39 B.C.L.R. (5th) 44; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.*, 2014 ONSC 1057, 49 C.P.C. (7th) 12; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.*, 2014 ONCA 90, 118 O.R. (3d) 641; *Kerr c.*

Danier Leather Inc., 2007 CSC 44, [2007] 3 R.C.S. 331; *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

Lois et règlements cités

Code civil du Québec, art. 1457, 1607.

Code de procédure civile, RLRQ, c. C-25, art. 1003.

Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives, L.Q. 2007, c. 15 [projet de loi n° 19].

Loi sur les valeurs mobilières, L.N.-B. 2004, c. S-5.5, art. 89(1).

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, c. S.5, art. 75, 138.8(1).

Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ, c. V-1.1, art. 5 « fait important », 5.3, 73, 225.4.

Securities Act, R.S.A. 2000, c. S-4, art. 147.

Securities Act, R.S.B.C 1996, c. 418, art. 85.

Securities Act, R.S.N.S. 1989, c. 418, art. 81.

Doctrines et autres documents cités

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. « Instruction générale 51-201 relative aux lignes directrices en matière de communication de l'information » (en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/51-201/2002-07-12/2002juil12-51-201-ig-final-fr.pdf>).

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. « Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change” », CSA Notice 53-302, reproduced in (2000), 23 OSCB 7383.

- Bourse de Toronto. Committee on Corporate Disclosure. *Final Report — Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Toronto, Toronto Stock Exchange, 1997.
- Falutz, Julian, et al. « Effects of Tesamorelin, a Growth Hormone-Releasing Factor, in HIV-Infected Patients With Abdominal Fat Accumulation: A Randomized Placebo-Controlled Trial With a Safety Extension » (2010), 53 *J. Acquir. Immune Defic. Syndr.* 311.
- Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada*, 3rd ed., Toronto, Thomson Carswell, 2007.
- Groia, Joseph, and Pamela Hardie. *Securities Litigation and Enforcement*, 2nd ed., Toronto, Carswell, 2012.
- Johnston, David, Kathleen Doyle Rockwell and Cristie Ford. *Canadian Securities Regulation*, 5th ed., Markham (Ont.), LexisNexis, 2014.
- Pritchard, A. C., and Janis P. Sarra. « Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada » (2010), 47 *Alta. L. Rev.* 881.
- Québec. Assemblée nationale. Commission permanente des finances publiques. « Étude détaillée du projet de loi n° 19 — Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives », *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, n° 10, 1^{re} sess., 38^e lég., 25 octobre 2007, p. 1-2.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel du Québec (les juges Rochon, Bouchard et Gascon), 2013 QCCA 1256, [2013] R.J.Q. 1128, [2013] AZ-50988427, [2013] J.Q. n° 7925 (QL), 2013 CarswellQue 7067 (WL Can.), qui a confirmé une décision du juge Blanchard, 2012 QCCS 699, [2012] AZ-50834966, [2012] J.Q. n° 1529 (QL), 2012 CarswellQue 1636 (WL Can.). Pourvoi accueilli.

Pierre Y. Lefebvre et Philippe Charest-Beaudry, pour les appelants.

Michel Savonitto et Vicky Berthiaume, pour l'intimée.

Éric Lemay et Dimitri Lascaris, pour l'intervenant.

Version française du jugement de la Cour rendu par

LA JUGE ABELLA —

[1] Le présent pourvoi tire son origine d'une demande de drogue nouvelle présentée à la Food and Drug Administration (FDA) des États-Unis par une société pharmaceutique de recherche et de développement établie à Montréal. Comme il est courant dans le cadre du processus d'approbation d'une drogue nouvelle, la FDA a soumis à un comité consultatif d'experts un certain nombre de questions au sujet de ce médicament, notamment des questions au sujet de ses effets secondaires possibles. La FDA a également rendu publiques ces questions en les incorporant dans une série de documents d'information qu'elle a affichés sur son site Web. Lorsque des entreprises de cotation boursière ont publié ces questions, le prix des actions de la société a enregistré une chute marquée.

[2] Une société de portefeuille qui a vendu ses actions au cours de cette période a demandé l'autorisation d'intenter un recours collectif en dommages-intérêts en application de l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1, alléguant un manquement aux obligations d'information imposées par la loi.

[3] Des modifications apportées en 2007 à l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* ont créé une nouvelle cause d'action qui permet aux investisseurs de poursuivre en justice les émetteurs assujettis qui manquent à leur obligation de communiquer aux actionnaires tous les faits et changements. Aux termes de l'art. 225.4, aucune action en dommages-intérêts ne peut être intentée sans l'autorisation préalable du tribunal. Le tribunal accorde l'autorisation « s'il estime que l'action est intentée de bonne foi et qu'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Le présent pourvoi porte sur la question de savoir s'il existait « une possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause au sens de l'art. 225.4.

[4] Je suis d'accord avec la Cour d'appel pour dire que le critère d'autorisation énoncé à l'art. 225.4 exige plus qu'une simple possibilité d'avoir gain de cause, mais, avec égards, je ne partage pas sa conclusion selon laquelle il a été satisfait à ce critère en l'espèce.

Contexte

[5] Theratechnologies inc. (Thera) est une société pharmaceutique de recherche et de développement établie à Montréal et inscrite à la Bourse de Toronto. 121851 Canada inc. est une société de portefeuille. Roger St-Germain en est le seul actionnaire et administrateur. À l'époque pertinente, 121851 Canada inc. détenait 190,000 actions de Thera.

[6] Le 1^{er} juin 2009, Thera a déposé auprès de la FDA une demande de drogue nouvelle relative à la tésamoréline, un médicament qui permet de réduire l'excès de gras abdominal chez les patients atteints du VIH. Le centre de recherche et d'évaluation des médicaments de la FDA est chargé d'examiner et d'évaluer les demandes de drogues nouvelles que présentent les entreprises telles que Thera. Il a pour mandat de déterminer si les rapports d'études soumis par l'entreprise qui présente la demande — habituellement le fabricant — établissent l'innocuité et l'efficacité du médicament. Si l'entreprise en question démontre que les avantages du médicament l'emportent sur les risques qu'il présente, la FDA l'approuvera.

[7] Dans le cadre du processus habituel d'évaluation de l'efficacité et de l'innocuité d'un médicament, il arrive souvent que la FDA convoque une réunion d'un comité consultatif d'experts. La FDA remet au préalable au comité deux séries de documents d'information, l'un contenant des renseignements préparés par la FDA, et l'autre des renseignements préparés par la société qui présente la demande. Les documents de la FDA contiennent notamment un exposé contextuel énonçant les enjeux cruciaux soulevés par la demande, ainsi que les questions auxquelles la FDA voudrait que le comité consultatif réponde après avoir étudié l'ensemble de l'information. À la lumière des renseignements contenus dans la série de documents, le comité consultatif peut décider de recommander à la FDA d'approuver ou de rejeter la demande de drogue nouvelle. La FDA suit en général l'avis du comité consultatif, mais elle n'est pas tenue de le faire.

[8] Pendant que la demande suivait son cours à la FDA, Thera a informé régulièrement ses actionnaires et la Commission des valeurs mobilières du Québec de l'évolution du processus. Le 5 novembre 2009, Thera a publié un communiqué de presse annonçant que la FDA avait demandé l'opinion de son comité consultatif des traitements endocriniens et métaboliques au sujet de sa demande. Le 18 janvier 2010, Thera a annoncé que le comité consultatif se réunirait le 24 février 2010 pour examiner sa demande. Le 25 janvier 2010, Thera a publié un autre communiqué de presse annonçant le report de la réunion du comité consultatif. Enfin, le 25 février 2010, elle a annoncé que la date de la réunion avait été fixée au 27 mai 2010. Le 22 mars 2010, elle a publié un communiqué de presse confirmant la tenue de la réunion à cette date.

[9] Entre 2005 et la fin de l'année 2008, dans le cadre de ses efforts visant à obtenir l'approbation de la FDA pour la tésamoréline, Thera a procédé à deux essais cliniques de phase 3 destinés à tester l'efficacité et l'innocuité du médicament chez les patients atteints du VIH. L'essai clinique de phase 3 est réalisé sur une base aléatoire et à une échelle relativement grande et vise à tester l'innocuité et les effets thérapeutiques d'un médicament chez les patients. Parce que l'hormone de croissance déclenchée par la tésamoréline est associée à un risque accru de diabète, la glycémie des participants aux essais cliniques a été mesurée afin d'évaluer les effets secondaires potentiels du médicament.

[10] Au cours de cette période, Thera a informé régulièrement ses actionnaires de la progression des essais cliniques. Dans sa Notice annuelle pour l'année 2008, Thera a commenté les résultats d'études faisant état d'un « bon profil d'innocuité », et a indiqué qu'elle étudierait les effets de la tésamoréline chez les patients intolérants au glucose.

[11] Le 11 novembre 2009, Thera a annoncé par communiqué les résultats combinés de ses études cliniques de phase 3, suivant lesquels les effets secondaires potentiels du médicament sur la glycémie n'étaient pas cliniquement significatifs. Le 1^{er} mars 2010, Thera a annoncé la publication de ces résultats dans un article du *Journal of Acquired Immune Deficiency Syndromes* et a conclu que les avantages du médicament étaient [TRADUCTION] « obtenus sans effets secondaires significatifs ni perturbation du glucose ».

[12] En avril 2010, Thera a transmis à la FDA un dossier d'information comportant une description de la tésamoréline et un résumé des résultats des différentes études cliniques, résultats que Thera avait déjà communiqués à ses investisseurs. Ce dossier d'information est habituellement rendu public par la FDA au moment où elle publie ses propres documents d'information. Dans son dossier d'information, Thera expliquait ce qui suit :

[TRADUCTION] [L]'effet de l'administration de la tésamoréline sur les paramètres glycémiques constituait une préoccupation théorique en matière d'innocuité en raison de l'effet diabétogène bien connu de l'hormone de croissance. Dans les études de phase 3, aucun changement cliniquement significatif par rapport aux valeurs de référence n'a été

observé pendant 52 semaines, au cours desquelles 2 mg de tésamoréline ou un placebo ont été administrés, quant à la glycémie à jeun, à l'insuline, au modèle d'homéostasie de l'insulinorésistance (HOMA-IR) et à l'HbA_{1c}. En ce qui concerne les variations de la glycémie à jeun, les changements de catégorie d'indice glycémique et les changements de catégorie d'HbA_{1c}, des différences plus marquées par rapport aux valeurs de référence ont été observées dans le groupe ayant reçu la tésamoréline. Il y avait cependant un certain renversement de ces effets après les 26 premières semaines. Globalement, les données ne révèlent aucune préoccupation majeure en matière d'innocuité en ce qui concerne l'homéostasie du glucose, et elles indiquent que tout changement lié à la glycémie peut être traité cliniquement. [Je souligne.]

[13] Le 11 mai 2010, la FDA a envoyé à Thera un document d'information qu'elle avait préparé en vue de la réunion du comité consultatif, dont une copie d'un exposé contextuel dans lequel figuraient des questions relatives aux effets secondaires de la tésamoréline. La FDA avait comme politique de publier sur son site Web, au moins 48 heures avant la réunion du comité consultatif, tous les documents rassemblés dans le cadre d'une demande de drogue nouvelle. Conformément à sa politique, la FDA a publié le 25 mai les renseignements qu'elle avait recueillis sur la tésamoréline, notamment les documents d'information rassemblés par elle et par Thera.

[14] L'exposé contextuel préparé par la FDA a attiré l'attention des entreprises de cotation boursière, dont Dow Jones, laquelle, après avoir pris connaissance des questions soumises par la FDA à son comité consultatif, s'est dite préoccupée par le fait que la tésamoréline pourrait accroître le risque de diabète. Vers 9 h le 25 mai, par exemple, la société Dow Jones a publié un communiqué de presse rédigé comme suit : [TRADUCTION] «FDA : Le médicament de Theratechnologies

réduit la graisse abdominale chez les patients atteints du VIH ». Une minute plus tard, elle en publiait un deuxième : [TRADUCTION] « FDA : Le médicament proposé par Theratechnologies pourrait accroître le risque de diabète ». Vers 9 h 30, elle publiait un court article dans lequel elle soulignait l'efficacité du médicament, mais attirait également l'attention sur le fait que, chez certains patients ayant participé à l'étude, le risque de diabète avait augmenté. L'article ne précisait pas que les essais cliniques effectués par Thera avaient permis de conclure que les effets de la tésamoréline sur les paramètres glycémiques de ces patients étaient mineurs, transitoires et facilement traitables cliniquement.

[15] Thera n'a pas réagi publiquement parce qu'elle croyait que les documents d'information déjà fournis par elle à la FDA et les résultats cliniques déjà communiqués à ses investisseurs répondaient de façon exhaustive aux questions précises soulevées par la FDA.

[16] Lorsque M. St-Germain a pris connaissance des communiqués de presse publiés par Dow Jones le 25 mai, il a décidé de vendre les actions de Thera détenues par sa société, enregistrant ainsi une perte nette de 271 752 \$ par rapport à la valeur du titre en date du 21 mai 2010. Au cours des deux jours suivants, les actions de Thera ont fait l'objet d'un fort volume de transactions et le prix de l'action a chuté de 58 pour cent. Le 27 mai 2010, la Bourse de Toronto a décrété un arrêt des transactions sur le titre de Thera. Le même jour, le comité consultatif a voté à l'unanimité en faveur de l'approbation de la demande de drogue nouvelle présentée

par Thera à l'égard de la tésamoréline. Plus tard dans l'après-midi, Thera a publié un communiqué de presse dans lequel elle annonçait la nouvelle. Le 28 mai, à la reprise des transactions sur le titre de Thera, le prix de ses actions s'est rétabli. La FDA a approuvé la demande de drogue nouvelle le 10 novembre 2010.

[17] 121851 a demandé au tribunal l'autorisation d'intenter un recours collectif en dommages-intérêts, conformément à l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, alléguant que les renseignements selon lesquels le diabète constituait un des effets secondaires possibles de la tésamoréline et que les questions de la FDA au sujet de ces effets secondaires équivalaient à un changement important dans l'activité, l'exploitation ou le capital de Thera, ce qui donnait naissance à l'obligation de fournir, sous la forme d'un communiqué de presse rassurant, l'information occasionnelle prévue à l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières* :

73. L'émetteur assujetti fournit, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, l'information périodique au sujet de son activité et ses affaires internes, dont ses pratiques en matière de gouvernance, l'information occasionnelle au sujet d'un changement important et toute autre information prévue par règlement.

L'article 225.4 dispose :

225.4 L'action en dommages-intérêts intentée en vertu de la présente section doit être préalablement autorisée par le tribunal.

La demande d'autorisation énonce les faits qui y donnent ouverture. Elle doit être accompagnée du projet de demande introductive d'instance et être notifiée par huissier aux parties visées, avec un avis d'au moins 10 jours de la date de sa présentation.

Le tribunal accorde l'autorisation s'il estime que l'action est intentée de bonne foi et qu'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause.

[18] Le premier juge a conclu que le mécanisme d'autorisation prévu à l'art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* impose un critère préliminaire plus strict que celui imposé par l'art. 1003 du *Code de procédure civile*, RLRQ, c. C-25 (*C.P.C.*), qui traite de l'autorisation générale d'intenter un recours collectif, mais il a jugé que la preuve était suffisante pour étayer la conclusion que l'action intentée par 121851 avait une possibilité raisonnable de succès.

[19] La Cour d'appel a rejeté l'appel interjeté par Thera. Elle a convenu avec le premier juge que le mécanisme de filtrage des recours prévu à l'art. 225.4 était plus exigeant que le critère d'autorisation d'un recours collectif prévu par l'art. 1003 du *C.P.C.*, et qu'il exigeait plus qu'une simple possibilité d'avoir gain de cause. Elle a fait remarquer qu'en adoptant l'art. 225.4, le législateur avait l'intention d'en faire un mécanisme de filtrage plus musclé.

[20] Se fondant sur la preuve documentaire et sur le témoignage de M. St-Germain, la Cour d'appel a estimé qu'il existait une possibilité raisonnable que l'action soit tranchée en faveur de ce dernier. Elle a donc confirmé l'ordonnance autorisant l'action en dommages-intérêts.

Analyse

[21] L'article 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* s'inscrit dans un nouveau régime de responsabilité civile visant à lutter contre les atteintes à l'obligation de divulgation dans le marché secondaire, le marché où se négocient publiquement les actions qu'une entreprise a émises ou distribuées. Cet article énonce deux conditions de fond de l'autorisation d'intenter une action en dommages-intérêts : l'action doit être intentée de bonne foi, et il doit exister une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause. Nul ne conteste que l'action de 121851 est intentée de bonne foi. Le présent pourvoi porte donc sur l'interprétation à donner aux termes « possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause. L'historique et les objectifs du mécanisme d'autorisation qu'établit l'art. 225.4 dans le contexte de la *Loi sur les valeurs mobilières* dans son ensemble facilitent cet exercice.

[22] À l'instar des lois équivalentes adoptées ailleurs au Canada, la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec exige des entreprises dont les actions sont négociées sur le marché secondaire qu'elles fournissent régulièrement certaines informations aux porteurs de ses titres et à l'organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières : art. 73; *Securities Act*, R.S.B.C 1996, c. 418, art. 85; *Securities Act*, R.S.A. 2000, c. S-4, art. 147; *Loi sur les valeurs mobilières*, R.S.O. 1990, c. S.5, art. 75; *Securities Act*, R.S.N.S. 1989, c. 418, art. 81; *Loi sur les valeurs mobilières*, L.N.-B. 2004, c. S-5.5, par. 89(1).

[23] Les obligations d'information continue peuvent être classées en deux catégories : l'information périodique et l'information occasionnelle. L'information périodique doit être fournie à intervalles réguliers, habituellement par la transmission régulière de documents tels que des circulaires de sollicitation de procurations, des états financiers et des déclarations d'initié. Dans ces documents émis régulièrement, les entreprises doivent communiquer tous les *faits* importants — c'est-à-dire tout fait « dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre émis ou d'un titre dont l'émission est projetée » : *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), art. 5 « fait important ».

[24] Les obligations d'information occasionnelle, par contre, ne sont imposées qu'en cas de *changement* important dans les affaires de l'émetteur. Les changements importants, qui sont des changements dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, doivent être communiqués au moment où ils surviennent : *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), art. 5.3; Mark R. Gillen, *Securities Regulation in Canada* (3^e éd., 2007), p. 211; David Johnston, Kathleen Doyle Rockwell et Cristie Ford : *Canadian Securities Regulation* (5^e éd., 2014), p. 249.

[25] Les obligations d'information périodique et occasionnelle visent à renforcer l'équité sur le marché secondaire :

[TRADUCTION] [L'information continue] [. . .] a pour effet d'établir « des règles du jeu équitables pour tous », en ce que les investisseurs ont accès à la même information et toutes les décisions qui concernent l'attribution d'une valeur ou l'investissement reposent sur la même base. Certes, les investisseurs peuvent malgré tout attribuer aux titres une valeur

différente, selon l'interprétation qu'ils font de cette information. Différents investisseurs poursuivent des objectifs différents, habituellement en tenant compte du risque et du rendement. Les investissements à plus haut risque offrent généralement un rendement plus élevé, et vice versa. La réglementation des valeurs mobilières ne dit pas aux investisseurs ce qu'ils doivent faire, ni ne leur suggère ou leur déconseille des investissements en particulier. Ils doivent toutefois veiller à ce que les investisseurs aient l'information suffisante pour évaluer convenablement le risque et prendre des décisions parfaitement éclairées.

(Johnston, Rockwell et Ford, p. 249)

Ainsi, la politique visant à assurer des « des règles du jeu équitables pour tous » qu'incarnent dans la loi les obligations d'information continue a été qualifiée de [TRADUCTION] « principe le plus élémentaire de la réglementation des valeurs mobilières » : *Cartaway Resources Corp. (Re)*, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL), par. 216; *Cornish c. Ontario Securities Commission* (2013), 306 O.A.C. 107 (C.S.J.), par. 40.

[26] L'information favorise également l'efficience des marchés financiers en aidant les investisseurs à cibler les titres les plus prometteurs et en accroissant l'obligation de rendre compte des dirigeants : *Cornish*, par. 40. Lorsqu'ils constatent qu'ils disposent de l'information nécessaire, les investisseurs font davantage confiance au marché des valeurs mobilières et leur participation accrue favorise l'efficience des marchés : Johnston Rockwell et Ford, p. 249.

[27] L'article 225.4 découle directement des efforts déployés dans l'ensemble du Canada pour que les investisseurs puissent disposer d'un recours valable et plus accessible. Auparavant, les Canadiens qui investissaient sur le marché secondaire ne

disposaient d'aucune cause d'action légale pour les pertes découlant de manquements aux obligations d'information continue. Dans les ressorts de common law, les investisseurs devaient invoquer le délit de déclaration inexacte faite par négligence, ce qui les obligeait notamment à prouver qu'ils s'étaient fondés sur une information erronée ou que l'on avait omis à leur détriment de leur fournir l'information : A. C. Pritchard et Janis P. Sarra, « Securities Class Actions Move North : A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada » (2010), 47 *Alta. L. Rev.* 881, p. 885. Comme la preuve que l'on s'était fié à une information erronée était extrêmement difficile à faire lorsque la transaction avait eu lieu sur le marché secondaire, la plupart des personnes lésées par des pratiques d'information douteuses ne disposaient d'aucun recours valable : Joseph Groia et Pamela Hardie, *Securities Litigation and Enforcement* (2^e éd. 2012), p. 352.

[28] Au Québec, les investisseurs devaient s'acquitter d'un fardeau tout aussi lourd sous le régime du *Code civil du Québec*. Pour établir la responsabilité civile, les demandeurs devaient prouver la faute, par exemple la publication d'une information erronée ou un manquement à l'obligation d'information prévue par la loi; qu'ils avaient subi un préjudice *et* qu'il existait un lien causal entre la faute et le préjudice — c'est-à-dire, qu'ils s'étaient fondés sur l'information erronée au moment de la transaction : art. 1457 et 1607 du *Code civil du Québec*. La démonstration du lien causal requis était particulièrement difficile dans le contexte des valeurs mobilières : Assemblée Nationale du Québec, Commission permanente des finances publiques « Étude détaillée du projet de loi n^o 19 — *Loi modifiant la Loi sur les valeurs*

mobilières et d'autres dispositions législatives », *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, n° 10, 1^{re} sess., 38^e lég., 25 octobre 2007 (« Étude détaillée »), p. 2.

[29] Au cours des années 1990, après une série d'affaires médiatisées de déclarations inexactes et de cas de pratiques de divulgation douteuses impliquant des sociétés ouvertes canadiennes, la Bourse de Toronto a chargé le comité Allen de réexaminer le régime régissant la divulgation sur le marché secondaire. Le comité Allen a conclu que [TRADUCTION] « les sanctions actuelles et le financement accordé aux organismes de réglementation [. . .] sont inadéquats » et que « les recours auxquels ont accès les investisseurs du marché secondaire qui sont lésés par suite d'une divulgation trompeuse sont si difficiles à exercer qu'ils sont, d'un point de vue pratique, largement hypothétiques » : *Committee on Corporate Disclosure, Final Report — Responsible Corporate Disclosure : A Search for Balance* (Bourse de Toronto, 1997), p. 5. Le comité a recommandé la création d'un régime légal de responsabilité civile qui aiderait les investisseurs à poursuivre en justice les émetteurs, les dirigeants et les administrateurs qui manquent à leurs obligations légales d'information.

[30] Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un organisme qui regroupe les autorités de réglementation des valeurs mobilières de chaque province et territoire, a adopté la plupart des recommandations du comité et a commencé à élaborer des propositions pour les mettre en œuvre dans tout le pays : « Proposal for a

Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of ‘Material Fact’ and ‘Material Change’ », CSA Notice 53-302, reproduit à (2000), 23 OSCB 7383. Bien que ces mesures n’aient pas été recommandées par le comité Allen, et afin de décourager le genre de recours opportunistes devenus courants aux États-Unis en vertu de régimes plus favorables aux investisseurs, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont recommandé non seulement la réduction du fardeau de preuve qui incombait aux investisseurs, mais également l’instauration d’un nouveau régime de responsabilité doté d’un « mécanisme de filtrage », de sorte que seules pourraient être intentées les actions à l’égard desquelles il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause :

[TRADUCTION] Ce mécanisme de filtrage vise non seulement à réduire les possibilités d’une décision judiciaire défavorable si la cause se révèle sans fondement, mais plus important encore, à faire en sorte d’éviter les recours non fondés, et d’éviter que les défendeurs y consacrent du temps et de l’argent, ou à faire en sorte que l’on mette fin au recours au début du processus. En faisant en sorte que les défendeurs puissent raisonnablement s’attendre à ce que l’autorisation d’intenter toute action non fondée soit refusée, l’avant-projet de loi (2000) devrait permettre aux défendeurs de repousser plus facilement les demandeurs qui tentent de les contraindre à négocier le règlement au comptant qui, bien souvent, est le véritable objectif d’une poursuite opportuniste. [Je souligne; *ibid.*, p. 7390.]

[31] En 2002, l’Ontario est devenue la première province à mettre en œuvre les recommandations des Autorités canadiennes des valeurs mobilières en incorporant un nouveau régime de responsabilité dans sa *Loi sur les valeurs mobilières*. La Loi comporte un mécanisme de filtrage qui limite les actions pour violation des

obligations d'information continue intentées contre les entreprises publiques à celles qui sont intentées de bonne foi et dont il est « raisonnablement possible » qu'elles soient réglées au moment du procès en faveur du demandeur : par. 138.8(1).

[32] Par son projet de loi n° 19, *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2007, c. 15, sanctionnée le 9 novembre 2007, le Québec a mis en œuvre les recommandations des Autorités canadiennes des valeurs mobilières. Lorsque ce projet de loi se trouvait devant la législature, Monique Jérôme-Forget, qui était alors ministre des Finances, a dit ce qui suit :

Le recours que propose le projet de loi n° 19 est hautement harmonisé avec celui déjà mis en place en Ontario, un recours qui a aussi fortement inspiré les autres provinces et territoires. Seules les adaptations nécessaires ont été apportées pour refléter les notions et le vocabulaire civilistes et pour assurer son intégration harmonieuse au corpus législatif québécois, dont la Loi sur les valeurs mobilières, où il sera intégré.

(« Étude détaillée » p. 1)

[33] Sous ce régime, lorsqu'un titre est acquis ou transféré à la suite d'une fausse déclaration ou d'un défaut de fournir une information qui aurait dû l'être, la fluctuation de la valeur du titre est présumée être attribuable à cette faute. Les investisseurs se trouvent ainsi libérés du lourd fardeau de démontrer que l'écart enregistré dans le prix du marché pour ce titre est lié à cette information erronée ou à ce défaut de fournir l'information, et du fardeau de démontrer qu'ils se sont personnellement fiés à cette information ou à l'absence de l'information au moment de l'achat ou du transfert du titre.

[34] Le régime prévoit aussi un mécanisme n'autorisant que les actions intentées de bonne foi, s'il existe une « possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Comme l'a indiqué la Cour d'appel, le nouveau régime québécois vise donc l'atteinte d'un équilibre entre la volonté de mettre un frein aux recours injustifiés ou opportunistes et celle d'offrir aux investisseurs un recours valable lorsque les émetteurs ne respectent pas leurs obligations d'information.

[35] À la lumière de cet historique, je conviens avec la Cour d'appel et le premier juge que la « possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause qu'exige l'art. 225.4 établit un critère plus exigeant que le critère général d'autorisation applicable en matière de recours collectif prévu à l'art. 1003 du *C.P.C.* Sous le régime de l'art. 1003, le tribunal cherche seulement à déterminer si « les faits allégués paraissent justifier les conclusions recherchées » — c'est-à-dire, si le demandeur a établi « une apparence sérieuse de droit » : *Infineon Technologies AG c. Option consommateurs*, [2013] 3 R.C.S. 600, par. 62; *Guimond c. Québec (Procureur général)*, [1996] 3 R.C.S. 347, par. 5 et 9-10; *Marcotte c. Longueuil (Ville)*, [2009] 3 R.C.S. 65, par. 94. Comme la Cour l'a souligné dans l'arrêt *Infineon Technologies*, le seuil de preuve peu élevé auquel il doit être satisfait pour obtenir l'autorisation d'exercer un recours collectif sous le régime de l'art. 1003 du *C.P.C.* respecte le « double objectif de dissuasion et d'indemnisation inspirant le régime de recours collectif » : par. 125.

[36] Le législateur québécois a employé un libellé différent à l'art. 225.4 pour créer un mécanisme de filtrage qui soit plus significatif dans le contexte des valeurs mobilières et qui fasse ainsi obstacle aux poursuites opportunistes coûteuses et aux demandes non fondées. Les tribunaux s'y voient confier un important rôle de gardien, qui les oblige à procéder à un examen préliminaire de l'action ou de l'inaction en cause afin de déterminer s'il est possible de dire qu'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause : Pritchard et Sarra, p. 893. La question dont nous sommes saisis est la même que celle que le juge Belobaba s'est posée dans *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) c. Manulife Financial Corp.* (2013), 44 C.P.C. (7th) 80 (C.S.J. Ont.) :

[TRADUCTION] S'agit-il simplement d'un mécanisme de filtrage destiné à éliminer les « poursuites opportunistes » qui sont manifestement dénuées de fondement et n'ont aucune chance d'être accueillies? Ou, s'agit-il d'un critère préliminaire du bien-fondé du recours qui devrait avoir davantage de mordant? [par. 36]

[37] Je suis consciente que certains tribunaux de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont abordé la question du critère préliminaire, et qu'ils ont tous cherché à établir un équilibre entre la nécessité d'empêcher les actions sans possibilité réaliste de succès et le besoin d'encourager celles qu'il serait possible d'accueillir : *Silver c. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (C.S.J. Ont), par. 324, autorisation d'appel refusée, (2011), 105 O.R. (3d) 212 (C. Div.); *Dobbie c. Arctic Glacier Income Fund* (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (C.S.J. Ont), par. 129-130; *Round c. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, par. 76, confirmé

(2012), 39 B.C.L.R. (5th) 44 (C.A.); *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.* (2014), 49 C.P.C. (7th) 12 (C.S.J. Ont.) par. 112; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.* (2014), 118 O.R. (3d) 641 (C.A.), par. 81-89.

[38] À mon avis, comme le juge Belobaba l'a suggéré dans l'affaire *Ironworkers*, le critère préliminaire doit être plus qu'un [TRADUCTION] « dos d'âne » (par. 39), et les tribunaux doivent entreprendre un examen raisonné de la preuve afin de s'assurer que l'action peut être fondée. Autrement dit, pour favoriser l'atteinte de l'objectif législatif consistant à instaurer un mécanisme de filtrage dissuasif musclé qui écarte les demandes non fondées, le critère préliminaire exige une possibilité raisonnable ou réaliste que le demandeur ait gain de cause.

[39] Pour démontrer une possibilité raisonnable d'avoir gain de cause, le demandeur doit offrir une analyse plausible des dispositions législatives applicables, et il doit également présenter des éléments de preuve crédibles à l'appui de sa demande. Cette approche est celle qui, à mon avis, permet le mieux de réaliser l'intention qu'avait le législateur lorsqu'il a instauré le mécanisme de filtrage : faire en sorte d'écarter les demandes qui n'ont guère de chances d'être accueillies — et d'éviter que l'on y consacre en vain temps et argent. Je suis d'accord avec la Cour d'appel, cependant, pour dire que l'étape de l'autorisation prévue par l'art. 225.4 ne doit pas être traitée comme un mini-procès. Il n'est pas nécessaire de procéder à une analyse complète de la preuve. Si le mécanisme de filtrage a pour objectif d'écarter

les poursuites opportunistes coûteuses et celles qui ont peu de chances d'être accueillies, il s'ensuit que les exigences en matière de preuve ne doivent pas être lourdes au point d'être pratiquement identiques à celles d'un procès. De telles exigences compromettraient l'objectif du mécanisme de filtrage, soit de protéger les émetteurs assujettis contre les poursuites opportunistes et les recours non fondés et coûteux. Ce qui *est* exigé, c'est une preuve suffisante pour convaincre le tribunal de l'existence d'une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause.

[40] 121851 allègue que Thera a manqué à l'obligation que lui impose l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de fournir à ses investisseurs l'information occasionnelle au sujet d'un changement important. L'article 5.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* définit comme suit le « changement important » :

... un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur de l'un des titres de l'émetteur, soit la décision de mettre en œuvre un tel changement prise par les administrateurs ou par la direction supérieure lorsqu'elle croit probable que les administrateurs confirmeront cette décision.

Il ressort clairement de cette définition que le changement important comporte deux éléments. Il faut un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, et ce changement doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur : *Loi sur les valeurs mobilières*, art. 5.3. Les deux éléments sont nécessaires pour donner naissance à l'obligation d'information occasionnelle.

[41] 121851 soutient qu'un changement important est survenu le 11 mai 2010 lorsque Thera a reçu les documents d'information de la FDA, dont l'exposé contextuel dans lequel cette dernière demandait au comité consultatif de commenter les [TRADUCTION] « conclusions associant l'intolérance au glucose et le développement du diabète à l'administration de l'Egriffa [tésamoréline] et celles relatives à l'effet à long terme du médicament sur le risque de maladie cardiovasculaire ». Cette information a été rendue publique le 25 mai 2010, lorsque la FDA a affiché sur son site Web l'exposé ainsi que tous les documents d'information qu'elle avait générés au sujet de la tésamoréline.

[42] À mon avis, cependant, 121851 n'a présenté aucun élément de preuve de nature à constituer un changement important dans l'activité, le capital ou l'exploitation de Thera au sens de l'art. 5.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Or, sans élément de preuve d'un changement important qui permette de satisfaire aux exigences de la loi, 121851 ne peut raisonnablement espérer avoir gain de cause.

[43] La tésamoréline agit en libérant une hormone de croissance qui, dans d'autres contextes, est associée à un risque accru de diabète. Lors des essais cliniques de phase 3 effectués par Thera, on a mesuré la glycémie des participants afin d'évaluer le risque associé à ce possible effet secondaire. On a comparé cinq paramètres glycémiques reconnus par le milieu scientifique et l'American Diabetes Association chez, d'une part, les patients qui prenaient de la tésamoréline et, d'autre

part, les patients qui prenaient un placebo, et il est apparu que la tésamoréline n'avait pas d'effet cliniquement significatif sur le taux de glucose des patients.

[44] Les résultats de ces essais cliniques ont été communiqués aux actionnaires aussitôt qu'ils ont été disponibles. Dans sa Notice annuelle de novembre 2008 par exemple, Thera a résumé les résultats cliniques jusque-là obtenus et a indiqué ce qui suit :

l'administration de [l'hormone] n'est pas indiquée chez les patients intolérants au glucose, une condition fréquemment observée chez ces patients. Theratechnologies a donc entrepris d'étudier l'effet de la tésamoréline dans le traitement de cette condition. Les faits saillants de l'étude ont démontré un bon profil d'innocuité, un effet sur la composition corporelle et une réduction cliniquement pertinente de la graisse viscérale, sans affecter la graisse sous cutanée.

[45] Le 11 novembre 2009, avec la collaboration de deux experts externes, Thera a présenté les résultats combinés de ses deux études cliniques de phase 3 à la 12e Conférence européenne sur le sida. Elle a informé ses investisseurs de la tenue et du contenu de cette présentation par un communiqué de presse dans lequel elle affirmait : « Aucun changement cliniquement significatif n'a été observé au niveau des paramètres glycémiques, suite à l'administration de la tésamoréline ».

[46] Le 1^{er} mars 2010, Thera a annoncé par un communiqué de presse la publication d'un article exposant dans le détail les résultats combinés de ses essais cliniques dans le *Journal of Acquired Immune Deficiency Syndromes*, accessible au public. Ce communiqué contenait un lien avec cet article, dont un extrait faisait

ressortir les résultats cliniques et concluait que les effets secondaires potentiels de la tésamoréline n'étaient pas significatifs :

[TRADUCTION] La tésamoréline réduit d'environ 18 pour cent le tissu adipeux viscéral et améliore l'image corporelle des patients infectés par le VIH qui présentent un excès de graisse abdominale. Ces changements sont obtenus sans effets secondaires significatifs ni perturbation du glucose. [p. 311]

[47] Par ces communiqués de presse, Thera a informé ses actionnaires qu'elle surveillait les effets secondaires de la tésamoréline, notamment sur la glycémie des patients. Elle a fourni à la fois des résumés et des études détaillées des résultats de ses essais cliniques. Personne ne prétend que l'un ou l'autre de ces rapports était faux ou trompeur. Tout investisseur raisonnable ayant lu les communiqués de presse de Thera aurait su que les problèmes de glycémie et de diabète faisaient partie des effets secondaires potentiels du médicament, et que les études cliniques effectuées par Thera concluaient que ces effets n'étaient pas cliniquement significatifs.

[48] Par conséquent, la présente affaire se distingue de l'affaire *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, où la Cour a conclu que les résultats d'essais effectués sur la composition minérale d'un site d'exploration minière pouvaient constituer pour un émetteur un changement important dans « ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d'actif ou sa propriété », puisqu'ils témoignaient d'un changement important dans la nature des éléments d'actif de l'entreprise. À la différence des résultats de forage en cause dans l'arrêt *Pezim*, l'information sur les effets secondaires potentiels de la tésamoréline

avait déjà été communiquée aux actionnaires bien avant que la FDA ne publie ses questions et le reste de ses documents d'information. Aucun nouveau renseignement sur les effets secondaires de la tésamoréline ne devait faire l'objet d'une information occasionnelle en date du 11 mai 2010.

[49] La thèse avancée par 121851 ressemble davantage à celle de l'affaire *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2007] 3 R.C.S. 331. La société, qui lançait un premier appel public à l'épargne (PAPE), avait déposé des prospectus provisoires dans lesquels elle présentait aux investisseurs potentiels des prévisions de vente pour le quatrième trimestre de l'exercice. Or, à mesure que le trimestre avançait, le temps exceptionnellement doux compromettait la réalisation des prévisions de vente de la société. Après la clôture du PAPE, la société a publié un communiqué de presse dans lequel elle communiquait ses résultats intratrimestriels, ce qui a provoqué une chute marquée du cours de ses actions. Bien que la société ait fini par réaliser ses prévisions initiales de vente, les demandeurs ont intenté un recours collectif, alléguant que la société avait omis de communiquer les résultats intratrimestriels pour assurer le succès de son PAPE.

[50] La Cour a conclu que les résultats intratrimestriels ne constituaient pas un changement important dans les activités, l'exploitation ou le capital de la société, parce que le temps doux qui avait causé un ralentissement des ventes était un facteur qui n'avait rien à voir avec la société et son entreprise :

... un changement dans les résultats intratrimetriels ne constitue pas en soi un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur et, du reste, n'indique pas nécessairement qu'un tel changement s'est produit. Les ventes fluctuent souvent (comme c'est le cas en l'espèce) en raison de facteurs n'ayant rien à voir avec l'émetteur.

Il va presque sans dire que les piètres résultats intratrimetriels peuvent *refléter* un changement important dans l'exploitation commerciale. Une société qui, par exemple, a restructuré ses activités peut connaître de piètres résultats intratrimetriels en raison de cette restructuration, mais c'est la restructuration, et non les résultats eux-mêmes, qui constituerait un changement important et donnerait ainsi naissance à l'obligation de divulguer. De plus, de piètres résultats intratrimetriels peuvent inciter une entreprise à modifier ses activités commerciales, son exploitation ou son capital afin d'améliorer son rendement. Là encore, pourtant, l'obligation de divulguer prendrait naissance en raison du changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital, et non en raison des résultats eux-mêmes. [Italiques dans l'original; par. 46-47.]

[51] Il en va de même en l'espèce. 121851 soutient que les inquiétudes de la FDA quant aux effets secondaires du médicament constituaient un changement important dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de Thera. Or, elle n'a signalé aucun élément de preuve tendant à indiquer que les questions posées à son comité consultatif par la FDA au sujet de ces effets secondaires, ou, de façon plus générale, que le contenu de ses documents d'information, s'écartaient d'une quelconque façon du processus courant par lequel la FDA décide si un médicament doit être approuvé. Aucun élément de preuve ne permet non plus de conclure que les questions portaient sur des données nouvelles et non communiquées au sujet de la tésamoréline. En fait, la preuve au dossier tend plutôt à indiquer le contraire. La FDA a pour politique de rassembler des documents d'information à l'intention d'un comité consultatif, notamment des renseignements préparés par elle et l'entreprise qui présente la demande, et de les afficher deux jours avant la réunion du comité

consultatif. Le fait pour la FDA de soumettre des questions à son comité consultatif d'experts au sujet des effets secondaires d'un médicament ne déroge pas du processus qu'elle suit habituellement, pas plus qu'il ne s'agit nécessairement d'un indice quant à savoir si le médicament sera approuvé. Il s'agit plutôt d'une étape courante qui fait partie du travail de la FDA de décider si les avantages d'un médicament l'emportent sur les risques qu'il présente. C'est pourquoi il est difficile de considérer ces questions comme constituant une forme de changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de Thera qui exigeait de cette dernière qu'elle réagisse publiquement de façon rassurante.

[52] 121851 soutient que la réaction du marché démontre que les préoccupations de la FDA au sujet des effets secondaires du médicament constituent un changement important. Elle souligne que l'« *Instruction générale 51-201 Lignes directrices en matière de communication de l'information* », publiée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, mentionne parmi les exemples d'information pouvant être « importante » les « événements ayant une incidence sur les ressources, la technologie, les produits ou les débouchés de la société » : art. 4.3. Comme cet exemple se trouve sous la rubrique « Changements dans l'activité et l'exploitation », 121851 fait valoir que les questions de la FDA constituent un événement que l'on pourrait considérer comme un changement important.

[53] Cette section de l'instruction générale traite cependant de l'incidence des événements en cause sur le marché, non de la question de savoir s'il convient mieux

de les considérer comme des faits importants ou comme des changements importants. Considérer que cette liste est déterminante quant à savoir si un changement est survenu dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur assujetti ferait tomber la distinction entre les faits importants et les changements importants, ce qui aurait pour conséquence d'étendre la portée de l'obligation d'information occasionnelle bien au-delà de ce que prescrit la loi. Cela permettrait, dans les faits, aux Autorités canadiennes des valeurs mobilières de modifier par leur politique la loi québécoise sur les valeurs mobilières, ce qui irait à l'encontre de la conclusion de notre Cour dans *Pezim*.

[54] Il est vrai que Thera avait parfois divulgué à ses actionnaires certains aspects courants du processus de la FDA dans les communiqués de presse qu'elle a publiés au cours de mois ayant précédé la réunion du comité consultatif, mais les questions soumises par la FDA au comité ne constituent pas pour autant un changement important au sens de la loi. Thera avait une obligation légale de fournir l'information occasionnelle au sujet d'un changement important survenu dans son exploitation, son capital ou ses activités commerciales, non pas de rassurer ses investisseurs à chacune des étapes du processus d'approbation de la FDA.

[55] Enfin, même si elle avait publié un communiqué de presse le 11 mai 2010, après avoir reçu les documents d'information de la FDA, quelle information rassurante Thera aurait-elle pu fournir à cette étape, puisque l'issue du processus de la FDA, comme tous les investisseurs raisonnables le savent et comme Thera l'a dit

clairement à plusieurs reprises, est toujours incertaine? Comme la Cour suprême des États-Unis l'a reconnu dans l'arrêt *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), l'information excessive présente des risques, dont celui de [TRADUCTION] « carrément inonder les actionnaires de renseignements futiles, ce qui ne contribue pas à la prise de décisions éclairées » : p. 448-449, cité dans *Cornish*, par. 41.

[56] Étant donné que la preuve ne permet pas de conclure de manière crédible qu'un changement important a donné naissance à des obligations d'information occasionnelle, il n'existe aucune possibilité raisonnable que 121851 ait gain de cause dans son action intentée sur le fondement de l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Je suis d'avis d'accueillir le pourvoi avec dépens.

Pourvoi accueilli avec dépens.

Procureurs des appelants : Fasken Martineau DuMoulin, Montréal.

Procureurs de l'intimée : Savonitto & Ass. inc., Montréal.

*Procureurs de l'intervenant : Siskinds, Desmeules, avocats, Québec;
Siskinds, London.*