

L'AFFAIRE SUIT SON COURS : L'ARRÊT *WRIGHT V. HORIZONS* ET L'AVANT-PROJET DE LOI SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Publié le 3 juin, 2022

Catégories: [Perspectives](#), [Publications](#)

Dans une publication précédente, [Une nouvelle obligation de diligence pour les gestionnaires de fonds d'investissement? Six leçons à tirer de l'arrêt *Wright v. Horizons*](#), nous avons traité des répercussions de l'arrêt de la Cour d'appel de l'Ontario (« **CAO** ») [Wright v. Horizons ETFs Management \(Canada\) Inc.](#) (« **Horizons** »), qui laisse entrevoir la possibilité d'une nouvelle obligation de diligence de *common law* pour les gestionnaires de fonds d'investissement, et souligné les difficultés concrètes dans la désignation des parts de fonds négociés en bourse (« **FNB** »). La situation, dont certains aspects sont résumés ici, a évolué depuis l'arrêt de la CAO :

1. Lors d'instances subséquentes, la Cour supérieure de justice de l'Ontario (« **CSJO** ») a confirmé que les porteurs de parts de FNB ne peuvent se prévaloir des régimes de responsabilité civile de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* (« **LVMO** ») dans le cadre de recours collectifs, ce qui rend [traduction] « floue et problématique » la capacité des souscripteurs de FNB à intenter une poursuite en responsabilité civile en vertu de la LVMO.
2. Dans la foulée de ses travaux de modernisation de la réglementation ontarienne sur les valeurs mobilières et des recommandations formulées en janvier 2021 par le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers, le ministre des Finances a sollicité les commentaires des intéressés sur son [avant-projet de Loi sur les marchés financiers](#) (« **LMF** »), précisément sur les causes d'action prévues dans la LVMO, le cas échéant, qui devraient s'appliquer à l'acquisition de titres de FNB. La LMF doit remplacer la législation en valeurs mobilières ontarienne actuelle, mais n'entrera vraisemblablement pas en vigueur avant longtemps.
3. Lors d'instances subséquentes, la CSJO a certifié le recours collectif pour négligence en vertu de la *common law*, maintenant ainsi la possibilité d'une nouvelle obligation de diligence de *common law* pour les gestionnaires de fonds d'investissement.

Contexte – L'arrêt *Wright v. Horizons* en bref

L'affaire *Horizons* a soulevé un bon nombre questions et suscité bien des débats. Voici un sommaire des faits (une description plus détaillée de l'affaire est donnée à la fin de ce bulletin) :

- Un FNB d'une grande complexité (le « **Fonds Horizons**») a perdu plus de 81 % de sa valeur en un jour et ne s'est jamais rétabli. Par conséquent, le Fonds Horizons a été dissous et les investisseurs ont perdu la totalité de leurs placements.
- Le prospectus du Fonds contenait des avertissements sur les risques liés aux investissements dans le Fonds.
- Un recours collectif a été intenté par un représentant investisseur du Fonds Horizons, M. Wright.
- Voici les principales causes d'action :
 - une demande fondée sur la négligence en vertu de la *common law* – selon laquelle le gestionnaire a manqué à son obligation de diligence dans la conception, la commercialisation et la gestion du Fonds Horizons;
 - une demande fondée sur la présentation inexacte des faits en vertu du régime de responsabilité civile sur le « marché primaire », selon laquelle l'information contenue dans le prospectus du Fonds Horizons était inexacte.
- À la première instance, la CSJO [1] a rejeté la motion en certification du recours collectif, concluant qu'il n'y a aucune cause d'action sur la négligence à faire valoir et que l'action ne peut reposer sur le régime de responsabilité civile sur le « marché primaire » parce que les titres du Fonds Horizons ont été offerts sur le marché boursier (marché secondaire).
- En appel, la CAO [2] était d'avis que le juge de première instance a commis une erreur en concluant que la demande ne comporte aucune cause d'action raisonnable sur la négligence. Elle lui renvoie l'affaire pour qu'il statue sur les critères de certification qui n'ont pas été examinés. En ce qui concerne la demande fondée sur la responsabilité civile, la CAO ne souscrit pas à la conclusion selon laquelle tous les membres du recours collectif doivent être considérés comme des acheteurs du marché secondaire. La Cour a accordé au demandeur l'autorisation de modifier sa demande, car l'exposé n'invoquait pas tous les faits nécessaires pour permettre au demandeur d'intenter à bon droit un recours en vertu du régime de responsabilité civile sur le « marché primaire ».
- Le demandeur a présenté une demande d'autorisation d'en appeler à la Cour Suprême du Canada, qui a refusé la demande sans donner de motif [3].
- L'affaire a été renvoyée à la CSJO, où une deuxième demande de certification de recours collectif pouvait être déposée à la suite du jugement de la CAO.
- Dans sa décision sur la seconde demande de certification de recours collectif de M. Wright (la « **seconde décision**») [4], la CSJO a certifié le recours collectif fondé sur la négligence en vertu de la *common law* et a rejeté la certification du recours en vertu du régime de responsabilité civile sur le « marché primaire » au motif que les titres de FNB ne sont pas identifiables individuellement, ce qui rend impossible l'établissement par le tribunal d'un groupe pouvant être certifié en vue d'un recours collectif en vertu de

ce régime.

Soulignons que l'examen des tribunaux a porté uniquement sur la certification de recours collectif et sur les questions soulevées en appel de ces décisions, *non* sur le bien-fondé des allégations. Selon la dernière information, le recours collectif est à l'étape du processus de communication préalable, et aucune date d'audience n'a été arrêtée. Les investisseurs ont jusqu'au 4 juillet 2022 pour s'exclure du recours collectif.

1. Les problèmes des régimes de responsabilité civile pour ce qui est des parts de FNB

À l'heure actuelle, la LVMO contient deux régimes de responsabilité civile :

1. **Régime de responsabilité civile sur le « marché primaire »** : L'article 130 de la LVMO établit le régime de responsabilité civile applicable à la présentation inexacte des faits dans un prospectus, dont peuvent se prévaloir les acheteurs de titres placés en vertu du prospectus de l'émetteur. Un prospectus est un document d'information qui encadre le placement de titres dans certaines provinces et certains territoires du Canada.
2. **Régime de responsabilité civile sur le « marché secondaire »** : L'article 138.3 de la LVMO établit le régime de responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire : lorsqu'un émetteur responsable – au sens de la LVMO, un émetteur assujéti ou tout autre émetteur ayant des liens réels et importants avec l'Ontario et dont les valeurs mobilières sont cotées en bourse – publie un document qui contient une présentation inexacte des faits, la personne qui acquiert ou aliène une valeur mobilière de l'émetteur pendant la période où la présentation des faits reste inexacte a le droit d'intenter une action en dommages-intérêts contre l'émetteur responsable (entre autres personnes nommées dans la LVMO).

La possibilité de se prévaloir du régime de responsabilité civile sur le « marché primaire » ou sur le « marché secondaire » se fonde sur le type de titre acheté – nouveaux titres que l'émetteur place sur le marché primaire ou titres déjà émis négociés entre investisseurs sur le marché secondaire. Dans *Horizons*, les tribunaux ont créé le terme « Creation Units » (« nouvelles parts ») pour désigner les titres du Fonds Horizons souscrits sur le « marché primaire ».

Le régime de responsabilité civile sur le « marché primaire » est considéré comme plus avantageux que celui sur le « marché secondaire », car il n'est pas nécessaire d'obtenir l'autorisation de poursuivre, aucun plafond n'est imposé aux dommages-intérêts recouvrables, et la partie déboutée n'est pas condamnée aux dépens.

Durant les instances de *Horizons*, la CSJO et la CAO ont souligné à maintes reprises à quel point il était difficile de déterminer si les investisseurs avaient souscrit des « nouvelles parts » ou des parts déjà en circulation sur le marché secondaire. Dans sa seconde décision, la CSJO a jugé que [traduction] « Les parts de FNB ne peuvent

être distinguées individuellement. (...) Aucun acheteur de parts de FNB sur le marché n'a les moyens de savoir si les parts qu'il souscrit sont de nouvelles parts ou des parts déjà en circulation ». La Cour en est arrivée à la conclusion que les difficultés de désignation des titres rendaient impossible l'établissement d'un groupe pouvant être certifié en vue d'un recours collectif en vertu du régime de la responsabilité civile sur le « marché primaire ».

La Cour a aussi fait observer en *obiter* que la [traduction] « législation encadrant les causes d'action établies dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario relativement au placement de titres de FNB est devenue floue et problématique. Des mesures législatives pourraient s'imposer. (...) Le problème est donc que les acheteurs de titres de FNB ne sont pas en mesure de déterminer si les titres de FNB sont des nouvelles parts ou non. (...) Par conséquent, dans le cas présent, aucun des membres du recours collectif ne peut déclarer être assujéti à l'un ou l'autre des [régimes de la responsabilité civile ("marché primaire" ou "marché secondaire")]. »

La législation en valeurs mobilières n'en est ni à sa première ni à sa dernière lacune, sans compter les transformations constantes qui découlent des nouvelles technologies et des innovations.

2. Consultations sur la LMF

Les questions soulevées dans *Horizons* ne manquant pas d'intérêt, il n'a pas été surprenant de voir le ministre des Finances inclure des questions traitant précisément de l'application du régime de la responsabilité civile aux parts de FNB dans les consultations sur la LMF. Plus précisément, on sollicitait des observations et des commentaires sur les questions suivantes (en plus d'autres questions connexes) :

- S'il existe des options de causes d'action établies à l'égard des FNB qui seraient plus appropriées pour les marchés financiers de l'Ontario que le régime de la responsabilité civile sur le « marché primaire » ou celui sur le « marché secondaire », enrichi de certains droits propres au régime de la responsabilité civile sur le « marché primaire ».
- Si des droits sur le marché secondaire complétés par des droits conférés par prospectus sont plus appropriés pour les marchés financiers de l'Ontario, les droits conférés par prospectus que les personnes ou les sociétés qui ont acheté des parts de FNB sur une bourse devraient avoir ou être réputées avoir.

Le ministère a reçu les observations de 43 intervenants et de 10 particuliers. Il ressort des 43 interventions rendues publiques (les observations des particuliers ne peuvent pas être consultées) une hésitation générale à accepter un traitement particulier pour les titres de FNB et leurs détenteurs. Voici comment se répartissaient les avis :

- 9 des 43 interventions publiées (21 %) considèrent le régime de la responsabilité civile sur le « marché secondaire » comme le recours à privilégier pour les détenteurs de titres de FNB.

- 3 des 43 interventions publiées (7 %) considèrent le régime de la responsabilité civile sur le « marché primaire » comme le recours à privilégier pour les détenteurs de titres de FNB.
- 2 des 43 interventions publiées (5 %) considèrent le régime de la responsabilité civile sur le « marché secondaire » complété par des droits conférés par prospectus comme le recours à privilégier pour les détenteurs de titres de FNB.

Il est intéressant de noter que 29 des 43 interventions publiées (67 %) ne se prononcent pas explicitement sur le régime de la responsabilité civile qui devrait s'appliquer aux parts de FNB.

Les questions soulevées dans l'affaire *Horizons* mettent en évidence les tensions potentielles entre les pouvoirs judiciaire et législatif. Dans ce cas-ci, les tribunaux ont mis en lumière une lacune de la réglementation ontarienne sur les valeurs mobilières, et le ministre des Finances a réagi promptement pour l'actualiser. Il est capital que toute modification dans ce domaine du droit soit réfléchie, mesurée et axée sur les intérêts de tous les acteurs et intervenants des marchés financiers ontariens.

3. Certification du recours fondé sur la négligence en vertu de la *common law*

Rappelons que la certification, avec l'examen du régime de la responsabilité civile à appliquer aux parts de FNB, laisse entrevoir la possibilité d'une nouvelle obligation de diligence de *common law* pour les gestionnaires de fonds d'investissement.

La décision antérieure de la CAO a largement influencé la seconde décision de la CSJO. En ce qui a trait à la demande fondée sur la négligence en vertu de la *common law*, le juge Perell écrit [traduction] : « La Cour d'appel indique, dans un jugement exhaustif, que M. Wright a répondu aux critères de cause d'action applicable à la nouvelle demande fondée sur la négligence. » Il s'est toutefois abstenu de se prononcer sur l'existence avérée ou potentielle d'une nouvelle obligation de diligence pour les gestionnaires de fonds d'investissement étant donné qu'il devait s'exprimer sur la motion en certification du recours collectif et non sur le fond de l'affaire. Il a plutôt remis cette question entre les mains du juge de première instance [traduction] : « À la suite d'un procès, le tribunal rendra une décision sur l'existence d'une obligation de diligence et sur sa forme. Il devra également se prononcer sur d'autres éléments d'une cause d'action fondée sur la négligence, mais ces questions ne seront pas réglées aujourd'hui. »

L'affaire *Horizons* est un cas très particulier qui pourrait avoir de très larges répercussions. Reste à voir si elle donnera naissance à une nouvelle obligation de diligence, et quelles seront ses conséquences pratiques pour les gestionnaires de fonds d'investissement. L'arrivée d'une telle obligation pourrait jouer fortement sur le rythme de création de produits par les gestionnaires de fonds et sur le degré d'innovation des produits. De plus, cette éventuelle obligation de diligence viendrait alourdir le fardeau des gestionnaires de fonds et les obliger à faire « plus » que simplement concevoir et gérer un fonds d'investissement qui effectue des

opérations et atteint des résultats conformes à ce qui est décrit dans les documents d'information. Elle jouerait également sur les interactions entre les gestionnaires et les autres acteurs du secteur, forçant une réassignation des responsabilités liées à la protection des investisseurs. Il sera intéressant de voir si une nouvelle obligation de diligence sera effectivement établie et, le cas échéant, quelles seront les attentes quant à son exécution et ses répercussions sur les pratiques des personnes inscrites au Canada et sur l'innovation en général. Si l'affaire se retrouve devant les tribunaux, la situation pourrait s'éclaircir. Par contre, il est possible qu'elle soit réglée hors cour, ce qui laisserait effectivement plusieurs questions en suspens.

Wright v. Horizons – Sommaire détaillé de l'affaire

Graham Wright détenait des parts du Fonds Horizons, géré par Horizons ETFs Management (Canada) Inc. (le « **gestionnaire** »). Le Fonds Horizons était un FNB à gestion passive d'une grande complexité axé sur des produits dérivés conçu pour offrir une exposition inverse à la volatilité des marchés boursiers. Essentiellement, la valeur du Fonds Horizons était fonction inverse du rendement de l'indice de volatilité contrats à court terme S&P 500 VIX (l'« **indice des contrats à terme VIX** »), ce qui voulait dire qu'une baisse de valeur de l'indice des contrats à terme VIX se traduisait par une hausse correspondante de celle du Fonds Horizons. À l'inverse, une hausse de valeur de l'indice des contrats à terme VIX se traduisait par une baisse correspondante de celle du Fonds Horizons.

Le prospectus de Fonds Horizons avertissait les investisseurs que ce placement était « hautement spéculatif et était assorti d'un degré de risque élevé », mais n'indiquait pas qu'il pouvait ne pas convenir à certains investisseurs. Les investisseurs étaient dans l'impossibilité de savoir s'ils avaient acheté de nouvelles parts (titres du « marché primaire ») ou des parts déjà en circulation (titres du « marché secondaire »). Cette incertitude causait un problème aux dires de M. Wright, le type de parts déterminant le régime de responsabilité civile de la LVMO qui s'appliquait.

En fin de compte, le Fonds Horizons a perdu la presque totalité de sa valeur le 5 février 2018, à la suite d'une hausse soudaine de la valeur de l'indice des contrats à terme VIX. Le 10 avril 2018, le gestionnaire annonçait dans un communiqué de presse qu'il était [traduction] « arrivé à la conclusion que le profil risque-rendement de ces FNB n'était plus acceptable ». Le Fonds Horizons a été dissous le 11 juin 2018.

M. Wright a déposé une demande de recours collectif fondée sur la négligence et sur la présentation inexacte des faits dans le prospectus, en application de l'article 130 de la LVMO (voir plus haut). Le juge Perell de la CSJO a rejeté la motion en certification du recours collectif. La CSJO a conclu qu'il n'existait aucune cause d'action étant donné que le gestionnaire a respecté son engagement : le Fonds Horizons a offert un produit dont le rendement était conforme à ses documents d'information. De plus, des raisons de principe plaident contre un élargissement de l'obligation de diligence du gestionnaire, soutenait-elle. En ce qui a trait à la demande fondée

sur la présentation inexacte des faits dans le prospectus, la CSJO a conclu que les titres du Fonds Horizons ayant été offerts sur le marché secondaire, la demande aurait dû se fonder sur l'article 138.3 de la LVMO (régime de responsabilité civile sur le « marché secondaire ») et non sur l'article 130.

En appel, la CAO a infirmé en partie la décision de la CSJO. Elle arrive à la conclusion que la demande de M. Wright fondée sur la négligence pourrait relever d'une catégorie d'obligation de diligence déjà reconnue (la prestation négligente d'un service) et même qu'une nouvelle obligation de diligence *prima facie* en cas de prestation négligente d'un service pourrait être reconnue. Pour la demande de M. Wright fondée sur la présentation inexacte des faits, la CAO a conclu que des porteurs de parts pouvaient détenir des nouvelles parts. En conséquence, M. Wright a été autorisé à modifier sa demande pour la faire valoir en application de l'article 130 de la LVMO, son exposé initial n'invoquant pas tous les faits nécessaires pour établir une telle cause d'action.

Voyant le spectre d'un nouveau recours collectif s'agiter à la suite du jugement de la CAO, le gestionnaire a demandé la permission d'en appeler à la Cour suprême du Canada. Dans une très courte décision sans motif, la Cour suprême a rejeté la demande. Ainsi, l'affaire de M. Wright a été renvoyée à la CSJO, où une deuxième demande de certification de recours collectif pouvait être déposée à la suite du jugement de la CAO.

Le 3 mai 2021, la CSJO rendait sa décision sur la deuxième motion de certification de recours collectif de M. Wright. Cette fois-ci, le juge Perell a certifié le recours collectif de M. Wright fondé sur la négligence en vertu de la *common law*.

Cependant, il a refusé de certifier le recours au titre du régime de responsabilité civile sur le « marché primaire » étant donné l'impossibilité d'établir l'origine des parts du Fonds Horizons de chaque investisseur.

[1][ps2id id='1' target=''] [2019 ONSC 3827](#)

[2][ps2id id='2' target=''] [2020 ONCA 337](#)

[3][ps2id id='3' target=''] [2020 CanLII 102982](#)

[4][ps2id id='4' target=''] [2021 ONSC 3120](#)

par [Leila Rafi](#), [Jennie Baek](#) et Madeline Klimek (stagiaire en droit)

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2022

The logo for mcmillan, featuring the word in a lowercase, sans-serif font. The 'm' and 'c' are in a dark red color, while the 'm', 'i', 'l', 'l', 'a', 'n' are in a light blue color. The logo is positioned in the upper left corner of the page.

mcmillan