

The Superintendent of Brokers Appellant

v.

Murray Pezim, Lawrence Page and John Ivany Respondents

and

**The Attorney General of British Columbia,
the Ontario Securities Commission, the
Alberta Securities Commission and the
Securities Dealers Society of
Ontario Intervenors**

and between

**The British Columbia Securities
Commission Appellant**

v.

Murray Pezim, Lawrence Page and John Ivany Respondents

and

**The Attorney General of British Columbia,
the Ontario Securities Commission, the
Alberta Securities Commission and the
Securities Dealers Society of
Ontario Intervenors**

**INDEXED AS: PEZIM v. BRITISH COLUMBIA
(SUPERINTENDENT OF BROKERS)**

File Nos.: 23107, 23113.

1994: February 24; 1994: June 23.

Present: Lamer C.J. and La Forest, Sopinka, Gonthier,
McLachlin, Iacobucci and Major JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
BRITISH COLUMBIA

*Administrative law — Judicial review — Securities
Commission — Commission part of larger regulatory
framework — No privative clause and right of appeal —*

Superintendent of Brokers Appellant

c.

^a Murray Pezim, Lawrence Page et John Ivany Intimés

et

^b Procureur général de la Colombie-Britannique, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Alberta Securities Commission et Securities Dealers Society of Ontario Intervenants

et entre

**^d British Columbia Securities
Commission Appelante**

c.

^e Murray Pezim, Lawrence Page et John Ivany Intimés

f. et

Procureur général de la Colombie-Britannique, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Alberta Securities Commission et Securities Dealers Society of Ontario Intervenants

**RÉPERTORIÉ: PEZIM c. COLOMBIE-BRITANNIQUE
(SUPERINTENDENT OF BROKERS)**

^h N°s du greffe: 23107, 23113.

1994: 24 février; 1994: 23 juin.

i. Présents: Le juge en chef Lamer et les juges La Forest, Sopinka, Gonthier, McLachlin, Iacobucci et Major.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DE LA COLOMBIE-BRITANNIQUE

Droit administratif — Contrôle judiciaire — Commission des valeurs mobilières — Commission intégrée dans un régime de réglementation — Absence de clause

Appropriate standard of review of Commission's decisions — Whether standard properly applied — Securities Act, S.B.C. 1985, c. 83, ss. 1(1) "material change", "material fact", 14(1), (2), 44(1), 45(2), 49(1), 50(1), 67, 68, 144(1)(a), (b), (c), (d), 149(a), (b), (c), 154.2.

Securities — Securities Commission — Statutory duty on issuers of stock to disclose nature and substance of material change — Prohibition against insider trading — Series of transactions allegedly breaching duty to disclose — Whether transactions breaching duty to disclose and/or prohibition against insider trading.

Respondents were, respectively, the chair of the board, the vice president responsible for internal administration and the president of Prime, a company holding several wholly owned subsidiaries and controlling or managing about 50 public junior resource companies. Respondents were also directors of Calpine, a company controlled and managed by Prime. Both companies were reporting issuers listed on the Vancouver Stock Exchange and subject to the VSE's rules and policies concerning public disclosure of information and pricing of options. Both were subject to the continuing and timely disclosure requirements under s. 67 of the *Securities Act* and to the insider trading provisions under s. 68. The British Columbia Securities Commission administers the Act and ensures compliance with its requirements. It also regulates the VSE.

In the spring of 1990, the Superintendent of Brokers (the Commission's chief administrative officer) instituted proceedings against the respondents in connection with various types of transactions which occurred between July and October, 1989. The Superintendent alleged that the respondents had violated the timely disclosure provisions and insider trading provisions in three categories of impugned transactions: the drilling results and share options transactions, the private placement, and the ALC withdrawal. Respondents were prevented from having information relative to assay results by a "Chinese Wall".

In the first category, Prime or Calpine allegedly failed to disclose all material changes in four transactions in that assay results were publicly disclosed after the company had granted or repriced options. The fifth option transaction, although made after a detailed news release

privative et de droit d'appel — Norme de contrôle appropriée des décisions de la Commission — La norme appropriée a-t-elle été appliquée? — Securities Act, S.B.C. 1985, ch. 83, art. 1(1) «changement important», «fait important», 14(1), (2), 44(1), 45(2), 49(1), 50(1), 67, 68, 144(1)a), b), c), d), 149a), b), c), 154.2.

Valeurs mobilières — Commission des valeurs mobilières — Loi imposant aux émetteurs d'actions de divulguer la nature et la substance d'un changement important — Interdiction des opérations d'initiés — Série d'opérations qui auraient été effectuées en contravention de l'obligation de divulgation — Les opérations violent-elles l'obligation de divulgation ou l'interdiction des opérations d'initiés.

Les intimés étaient respectivement président du conseil d'administration, vice-président responsable de l'administration interne et président de Prime, société détenant plusieurs filiales en propriété exclusive et contrôlant ou gérant quelque 50 petites sociétés minières. Les intimés étaient aussi administrateurs de Calpine, société contrôlée et gérée par Prime. Les deux sociétés étaient des émetteurs assujettis cotés à la Bourse de Vancouver et étaient régies par les règles et politiques de la Bourse en matière de divulgation publique de renseignements et de fixation du prix des options. Elles devaient se conformer aux exigences d'information continue et occasionnelle énoncées à l'art. 67 de la *Securities Act* et aux dispositions sur les opérations d'initiés prévues à l'art. 68. La British Columbia Securities Commission applique la Loi et assure le respect de ses exigences. Elle réglemente aussi la Bourse.

Au printemps 1990, le Superintendent of Brokers (l'administrateur en chef de la Commission) a intenté des poursuites contre les intimés relativement à diverses opérations conclues entre les mois de juillet et d'octobre 1989. Le surintendant soutenait que les intimés avaient contrevenu aux exigences en matière d'information occasionnelle et aux dispositions relatives aux opérations d'initiés en ce qui concerne trois catégories d'opérations attaquées: les résultats de forage et les options d'achat d'actions, le placement privé, et le retrait d'ALC. La mise en place d'une «muraille de Chine» a empêché les intimés de connaître les résultats de forage.

Dans la première catégorie, Prime ou Calpine aurait omis de divulguer tous les changements importants dans quatre opérations en ce sens que les résultats de forage ont été divulgués après que la société eut accordé de nouvelles options d'achat d'actions ou fixé un nouveau prix d'exercice d'options antérieures. Dans le cas de la

of assay results, allegedly violated a pricing formula under the VSE options policy.

The second series of impugned transactions involved the private placement of Calpine units. Calpine allegedly failed to disclose, contrary to s. 67, that Prime was the purchaser and that the sale significantly increased Prime's interest in Calpine. It was also alleged that Calpine had misled the VSE as to the firm brokering the private placement.

The third impugned transaction occurred when a broker disputed its contractual obligation either to find a purchaser or to buy a set number of Prime units on offer following the withdrawal of a firm (ALC) from a deal to purchase them. Prime was alleged to have violated s. 67 by not making timely and adequate disclosure of the dispute following ALC's withdrawal.

The Commission concluded that the respondents contravened s. 67 of the Act by failing to disclose material changes in their affairs. No insider trading contrary to s. 68 of the Act was found, however. The respondents were found responsible for these breaches as senior managers of the companies, were suspended from trading in shares for one year and were required to pay part of the costs incurred by the Commission and Superintendent. Respondents' appeal was limited to whether the Commission had erred as a matter of law in its conclusions on s. 67 (disclosure of material change), s. 144 (power of Commission to make orders) and s. 154.2 (power of Commission to make orders regarding costs) of the Act. The Court of Appeal allowed the appeal and set aside the Commission's orders. The Superintendent and the Commission now appeal from that decision.

These appeals dealt mainly with the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission which is not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of statutory interpretation. The appeals also raised issues of

cinquième opération concernant les options, quoique réalisée après un communiqué détaillé des résultats de tirage, il y aurait eu mauvaise utilisation de la formule de calcul du prix en vertu de la politique de la Bourse relative aux options.

a La deuxième série d'opérations attaquées a trait au placement privé des unités de Calpine. Celle-ci aurait omis de divulguer, en contravention de l'art. 67, que Prime était l'acheteur et que la vente allait sensiblement accroître la participation de Prime dans Calpine. On a aussi soutenu que Calpine avait induit la Bourse en erreur relativement à la firme de courtage chargée d'effectuer le placement privé.

b La troisième opération attaquée s'est produite lorsqu'un courtier a contesté qu'il était contractuellement tenu de trouver un acheteur ou d'acheter un certain nombre d'unités de Prime sur le marché à la suite du retrait d'une firme (ALC) qui s'était engagée à les acheter. On a soutenu que Prime aurait contrevenu à l'art. 67 en omettant de divulguer en temps opportun et de façon appropriée l'existence d'un différend à la suite du retrait d'ALC.

c La Commission a conclu que les intimés avaient enfreint l'art. 67 de la Loi en omettant de divulguer des changements importants survenus dans leurs affaires. Cependant, à son avis, ils n'avaient pas enfreint l'art. 68 de la Loi, qui vise les opérations d'initiés. En tant que cadres supérieurs des sociétés, les intimés ont été jugés responsables de ces contraventions; la Commission leur a interdit de faire des opérations sur des actions pendant une période d'un an et elle leur a ordonné de payer une part des dépens de la Commission et du surintendant. g L'appel des intimés devait seulement viser à déterminer si la Commission avait commis une erreur de droit dans ses conclusions relatives à l'art. 67 (divulgation d'un changement important), à l'art. 144 (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances) et à l'art. 154.2 h (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances quant aux dépens) de la Loi. La Cour d'appel a accueilli l'appel et annulé les ordonnances de la Commission. Le surintendant et la Commission se pourvoient maintenant contre cette décision.

i Les présents pourvois portent principalement sur la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une question d'interprétation des lois. Les pourvois soulèvent aussi des questions de respect des

compliance with the timely disclosure requirements under applicable securities legislation.

Held: The appeals should be allowed.

The *Securities Act* is part of a much larger framework which regulates the securities industry throughout Canada primarily for the protection of the investor but also for capital market efficiency and ensuring public confidence in the system.

The central question in ascertaining the standard of review is to determine the legislative intent in conferring jurisdiction on the administrative tribunal. The analysis must consider the tribunal's role or function, whether the agency's decisions are protected by a privative clause, and whether the question goes to the tribunal's jurisdiction. The courts have developed a spectrum that ranges from the standard of patent unreasonableness (where deference is at its highest, for example, where a tribunal is protected by a privative clause in deciding a matter within its jurisdiction) to that of correctness (where deference is at its lowest, for example, where there is a statutory right of appeal or where the issue concerns the interpretation of a provision limiting the tribunal's jurisdiction). The case at bar falls between these two extremes. On one hand lies a statutory right of appeal pursuant to s. 149 of the *Securities Act*. On the other lies an appeal from a highly specialized tribunal on an issue which arguably goes to the core of its regulatory mandate and expertise. Even where there is no privative clause and where there is a statutory right of appeal, the concept of the specialization of duties requires that deference be shown to decisions of specialized tribunals on matters which fall squarely within the tribunal's expertise.

The breadth of the Commission's expertise and specialisation is reflected in the provisions of the *Securities Act*. The Commission is responsible for the administration of the Act, has broad powers with respect to investigations, audits, hearings and orders, and any decision, when filed in the Supreme Court of British Columbia Registry, has the force and effect of a decision of that court. The Commission has the power to revoke or vary any of its decisions. It also has a very broad discretion to determine what is in the public's interest. The definitions in the Act exist in a factual or regulatory context and must be analysed in context, not in isolat-

exigences en matière d'information occasionnelle en vertu des dispositions législatives applicables aux valeurs mobilières.

Arrêt: Les pourvois sont accueillis.

La *Securities Act* s'inscrit dans le cadre d'un régime de réglementation beaucoup plus vaste de l'industrie des valeurs mobilières au Canada, visant avant tout à protéger l'investisseur, mais aussi à assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système.

Dans l'examen de la norme de contrôle applicable, il faut avant tout déterminer quelle était l'intention du législateur lorsqu'il a conféré compétence au tribunal administratif. Cette analyse doit porter sur le rôle ou la fonction du tribunal, viser à savoir si les décisions de l'organisme sont protégées par une clause privative et si la question touche la compétence du tribunal concerné.

Les tribunaux ont élaboré toute une gamme de normes allant de celle de la décision manifestement déraisonnable (qui appelle la plus grande retenue, par exemple, dans les cas où un tribunal protégé par une clause privative rend une décision relevant de sa compétence), à celle de la décision correcte (où l'on est tenu à une moins grande retenue, par exemple, dans les cas où la question en litige porte sur l'interprétation d'une disposition limitant la compétence du tribunal). Le présent pourvoi se situe entre ces deux extrêmes. D'une part, il existe un droit d'appel conformément à l'art. 149 de la *Securities Act*. D'autre part, il s'agit d'un appel contre la décision d'un tribunal très spécialisé sur une question qui, peut-on soutenir, touche directement le mandat et l'expertise que lui confère le texte réglementaire. Même lorsqu'il n'existe pas de clause privative et que la loi prévoit un droit d'appel, le concept de la spécialisation des fonctions exige des cours de justice qu'elles fassent preuve de retenue envers l'opinion du tribunal spécialisé sur des questions qui relèvent directement de son champ d'expertise.

La *Securities Act* fait bien ressortir l'étendue de l'expertise et de la spécialisation de la Commission. Celle-ci est responsable de l'application de la Loi et possède de vastes pouvoirs en matière d'enquêtes, de vérifications, d'audiences et d'ordonnances; en outre, toute décision de la Commission déposée au greffe de la Cour suprême de la Colombie-Britannique est exécutoire comme décision de cette cour. La Commission a le pouvoir de révoquer ou de modifier ses décisions. Elle possède également un très vaste pouvoir discrétionnaire dans la détermination de ce qui constitue l'intérêt public. Les définitions dans la Loi sont présentées dans un contexte

tion. This is yet another basis for curial deference. A higher degree of judicial deference is also warranted with respect to a tribunal's interpretation of the law where it plays a role in policy development. Here, the Commission's primary role is to administer and apply the Act. It also plays a policy development role but its policies are not to be treated as legal pronouncements absent statutory authority mandating such treatment. Thus, on precedent, principle and policy, those decisions of the Commission falling within its expertise generally warrant judicial deference.

Sections 67, 144 and 154.2 of Act were specifically considered with an eye to the tribunal's expertise and its need for deference. The decision to make an order and the precise nature of that order, under s. 144, as well as any decision obliging a person to pay the costs of a hearing necessitated by his or her conduct, pursuant to s. 154.2, are clearly within the jurisdiction and expertise of the Commission. The other provision at issue was s. 67 which involves an interpretation of the words "material change" and "as soon as practicable".

Both "material change" and "material fact" are defined in s. 1 of the Act. They are defined in terms of the significance of their impact on the market price or value of the securities of an issuer. The definition of "material fact" is broader than that of "material change"; it encompasses any fact that can "reasonably be expected to significantly affect" the market price or value of the securities of an issuer, and not only changes "in the business, operations, assets or ownership of the issuer" that would reasonably be expected to have such an effect.

This case turned partly on the definition of "material change". Three elements emerge from that definition: the change must be (a) "in relation to the affairs of an issuer", (b) "in the business, operations, assets or ownership of the issuer" and (c) material, i.e., would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of the securities of the issuer. Not all changes are material changes; the latter are set in the context of making sure that issuers keep investors up to date. The determination of what information should be

a de nature factuelle ou réglementaire et doivent être analysées en contexte et non pas séparément. C'est là un autre motif de faire preuve de retenue judiciaire. Lorsqu'un tribunal participe à l'établissement de politiques, il faut également faire preuve d'une plus grande retenue à l'égard de son interprétation de la loi. En l'espèce, la Commission a pour rôle principal d'appliquer la Loi. Elle participe aussi à l'établissement de politiques, mais ses politiques ne peuvent être considérées comme ayant le statut de loi, en l'absence d'un pouvoir à cet effet prévu dans la loi. Par conséquent, compte tenu des précédents, des principes et des politiques, il faut généralement faire preuve de retenue judiciaire à l'égard des décisions que la Commission rend à l'intérieur de sa sphère de compétence.

b Les articles 67, 144 et 154.2 de la Loi ont été spécifiquement examinés en fonction de la compétence du tribunal et de la nécessité de faire preuve de retenue à l'égard de ses décisions. La Commission possède clairement toute la compétence et l'expertise nécessaires lorsqu'il s'agit de rendre une ordonnance et d'en préciser la nature, conformément à l'art. 144, et d'obliger une personne à payer, conformément à l'art. 154.2, les dépens d'une audience à laquelle sa conduite a donné lieu.
c L'autre disposition en cause est l'art. 67, qui soulève la question de l'interprétation des expressions «change-
*d*ment important» et «dès que possible».

e L'article premier de la Loi définit les expressions «changement important» et «fait important». Ces expressions sont définies en fonction de l'importance de l'effet du changement ou du fait sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur. La définition de l'expression «fait important» est plus large que celle de «changement important»; un «fait important» s'entend de tout fait «dont il est raisonnable de s'attendre» qu'il aura «un effet appréciable» sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur, et non seulement des changements dans «[...]es activités commerciales, [...]exploitation, [...]es éléments d'actif ou [...]a propriété» de l'émetteur, dans les cas où il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un tel effet.

f Le présent pourvoi porte en partie sur la définition de l'expression «changement important». Trois éléments se dégagent de cette définition: le changement, a) «[dans] le contexte des affaires d'un émetteur», b) «s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d'actif ou sa propriété» et c) 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 valeurs mobilières de l'émetteur. Ce ne sont pas tous les changements qui sont des chan-

disclosed is an issue which goes to the heart of the regulatory expertise and mandate of the Commission, i.e., regulating the securities markets in the public's interest.

This case also turns on the meaning of the words "as soon as practicable", in s. 67 of the Act, as to when a material change should be disclosed to the public. The timeliness of disclosure also falls within the Commission's regulatory jurisdiction.

Given the nature of the securities industry, the Commission's specialization of duties and policy development role, and the nature of the problem before the court, considerable deference was warranted in the present case notwithstanding the facts that there was a statutory right of appeal and that there was no privative clause.

The determination of what constitutes a material change for the purposes of general disclosure under s. 67 of the Act falls squarely within the regulatory mandate and expertise of the Commission. New information relating to a mining property (which is an asset) bears significantly on the question of that property's value. A change in assay and drilling results can amount to a material change as was the case here.

The obligation to disclose "as soon as practicable" takes on a different meaning when an issuer is about to engage in a securities transaction. Although a duty to inquire is not expressly stated in s. 67, such an interpretation contextualizes the general obligation to disclose material changes and guarantees the fairness of the market, which is the underlying goal of the Act. The Commission had jurisdiction to interpret s. 67 in this manner and was entitled to the court's deference.

A duty to inquire under s. 67 is not incompatible with the Act's insider trading provision (s. 68). If an issuer wishes to engage in a securities transaction, its directors must inquire about all material changes in the issuer's affairs. Consequently, the directors will have, at one point in time, knowledge of undisclosed material facts and material changes which constitute inside information. As long as the material facts and material changes are adequately disclosed prior to the transaction, there

gements importants; la divulgation des changements importants a pour but de veiller à ce que les émetteurs tiennent les investisseurs au courant. La détermination des renseignements à divulguer est une question qui touche directement l'expertise et le mandat de la Commission, soit la réglementation du marché des valeurs mobilières dans l'intérêt public.

Le présent pourvoi porte aussi sur l'interprétation de l'expression «dès que possible» à l'art. 67 de la Loi, c'est-à-dire le moment où un changement important doit être divulgué au public. La détermination de cette question relève également de la compétence de la Commission en matière de réglementation.

c Compte tenu de la nature de l'industrie des valeurs mobilières, des fonctions spécialisées de la Commission, de son rôle en matière d'établissement de politiques et de la nature du problème en cause, il y avait lieu de faire preuve en l'espèce d'une grande retenue malgré le droit d'appel prévu par la loi et l'absence d'une clause privative.

e La détermination de ce qui constitue un changement important pour les fins de divulgation générale en vertu de l'art. 67 de la Loi est une question qui relève directement du mandat et de l'expertise de la Commission en matière de réglementation. Tout nouveau renseignement sur les propriétés minières (un élément d'actif) a une incidence importante sur la question de leur valeur. Un changement dans les résultats de titrage et de forage f peut constituer un changement important, comme c'était le cas en l'espèce.

g L'obligation de divulguer «dès que possible» prend un sens tout à fait différent si un émetteur est sur le point de conclure une opération sur valeurs mobilières. Bien que l'art. 67 ne précise pas explicitement une obligation de s'enquérir, une telle interprétation permet de placer dans son contexte l'obligation générale de divulgation de tout changement important et de garantir l'équité du marché, objet sous-jacent de la Loi. Il relevait de la compétence de la Commission d'interpréter l'art. 67 de cette façon et elle était en droit de s'attendre à une certaine retenue à cet égard.

i h L'obligation de s'enquérir en vertu de l'art. 67 n'est pas incompatible avec la disposition de la Loi sur les opérations d'initiés (art. 68). Si un émetteur souhaite participer à une opération sur valeurs mobilières, ses administrateurs doivent s'enquérir de tout changement important dans ses affaires. Par conséquent, les administrateurs seront, à un moment donné, au courant de faits importants non divulgués et de changements importants qui constituent des renseignements d'initiés. Dans la

will be no possibility of insider trading. The directors' duty to inquire about material changes is not erased by the erection of a Chinese Wall because the disclosure requirements under s. 67 are on the issuer.

Each of the Commission's findings were supported by overwhelming evidence and should not be disturbed. The Commission concluded that information contained in drilling results can constitute a material change in a reporting issuer's affairs and that s. 67 imposes a duty on senior management to inquire as to the existence of material changes before causing a reporting issuer to engage in a securities transaction. It found that the respondents breached s. 67 by failing to disclose various material changes in the affairs of Prime and Calpine before causing these two companies to engage in securities transactions. The Commission also concluded that the non-disclosure of information concerning the private placement issue and the withdrawal of ALC constituted a failure to disclose a material change. Although the material change arising from the controversy surrounding the withdrawal of ALC was self-evident, not all material changes are self-evident.

Section 144 of the Act gives the Commission a broad discretion to make orders that it considers to be in the public interest. Thus, a reviewing court should not disturb an order of the Commission unless the Commission has made some error in principle in exercising its discretion or has exercised its discretion in a capricious or vexatious manner.

The Commission exercised its discretion in a judicial manner. Further, it could make the orders it did with respect to the respondents even though the duty to make timely disclosure under s. 67 of the Act applies to a "reporting issuer". Although responsibility for timely disclosure is vested in the reporting issuer, effective responsibility rests with the senior officers and the directors of the reporting issuer. In addition, s. 144 of the Act not only gives the Commission a broad power to make orders it considers to be in the public interest but also confers upon the Commission the authority to make orders with respect to "a person". The Commission's

mesure où les faits importants et les changements importants sont divulgués comme il se doit avant l'opération, il n'y a pas de risque d'opérations d'initiés. L'établissement d'une muraille de Chine n'élimine pas l'obligation qu'ont les administrateurs de s'enquérir des changements importants, puisque c'est l'émetteur qui, en vertu de l'art. 67, doit respecter les exigences en matière de divulgation.

b Il existe de nombreux éléments de preuve à l'appui de chacune des conclusions de la Commission et il n'y a pas lieu de les modifier. La Commission a conclu que les renseignements contenus dans les résultats de forage peuvent constituer un changement important dans les affaires d'un émetteur assujetti et que l'art. 67 impose aux cadres supérieurs une obligation de s'enquérir de l'existence de changements importants avant qu'un émetteur assujetti puisse participer à une opération sur valeurs mobilières. Elle a conclu que les intimés avaient contrevenu à l'art. 67 en omettant de divulguer divers changements importants dans les affaires de Prime et de Calpine avant que celles-ci prennent part à des opérations sur valeurs mobilières. La Commission a aussi conclu que la non-divulgation de renseignements sur la question du placement privé et le retrait d'ALC constituaient une omission de divulguer un changement important. Bien que le changement important découlant de la controverse relative au retrait d'ALC ait été tout à fait évident, ce n'est pas le cas de tous les changements importants.

f L'article 144 de la Loi donne à la Commission un vaste pouvoir discrétionnaire de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public. En conséquence, un tribunal qui siège en révision ne devrait pas modifier une ordonnance rendue par la Commission, sauf si celle-ci a commis une erreur de principe dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire ou si elle l'a exercé d'une façon arbitraire ou vexatoire.

h La Commission a exercé son pouvoir discrétionnaire d'une manière judiciaire. En outre, elle pouvait rendre les ordonnances en question contre les intimés même si l'obligation d'information occasionnelle prévue à l'art. 67 de la Loi est imposée à un «émetteur assujetti». Bien que l'obligation d'information occasionnelle soit imposée à l'émetteur assujetti, ce sont les cadres supérieurs et les administrateurs qui ont en fait cette responsabilité. Par ailleurs, l'art. 144 de la Loi confère à la Commission non seulement un vaste pouvoir de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public mais aussi le pouvoir de rendre des ordonnances relativement à «une personne». La Commission avait toute la compétence

order with respect to costs was well within its jurisdiction; considerable deference was in order.

Cases Cited

Referred to: *Canadian Union of Public Employees, Local 963 v. New Brunswick Liquor Corp.*, [1979] 2 S.C.R. 227; *U.E.S., Local 298 v. Bibeault*, [1988] 2 S.C.R. 1048; *Domtar Inc. v. Quebec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 S.C.R. 756; *Zurich Insurance Co. v. Ontario (Human Rights Commission)*, [1992] 2 S.C.R. 321; *Canada (Attorney General) v. Mossop*, [1993] 1 S.C.R. 554; *University of British Columbia v. Berg*, [1993] 2 S.C.R. 353; *Bell Canada v. Canada (Canadian Radio-Television and Telecommunications Commission)*, [1989] 1 S.C.R. 1722; *United Brotherhood of Carpenters and Joiners of America, Local 579 v. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 S.C.R. 316; *Brosseau v. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 S.C.R. 301; *National Corn Growers Assn. v. Canada (Import Tribunal)*, [1990] 2 S.C.R. 1324; *Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*, [1978] 2 S.C.R. 112; *Four Star Mgmt. Ltd. v. B.C. Securities Comm.* (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195, leave to appeal refused *sub nom. Williams (Byron Leslie) v. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 S.C.R. xv; *Gordon Capital Corp. v. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713; *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595; *Bay Street West Securities (1983) Inc. v. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19.

requise pour rendre l'ordonnance quant aux dépens. C'est pourquoi il y avait lieu de faire preuve d'une grande retenue.

Jurisprudence

Arrêts mentionnés: *Le Syndicat canadien de la Fonction publique, section locale 963 c. La Société des alcools du Nouveau-Brunswick*, [1979] 2 R.C.S. 227; *U.E.S., local 298 c. Bibeault*, [1988] 2 R.C.S. 1048; *Domtar Inc. c. Québec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 R.C.S. 756; *Zurich Insurance Co. c. Ontario (Commission des droits de la personne)*, [1992] 2 R.C.S. 321; *Canada (Procureur général) c. Mossop*, [1993] 1 R.C.S. 554; *Université de la Colombie-Britannique c. Berg*, [1993] 2 R.C.S. 353; *Bell Canada c. Canada (Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes)*, [1989] 1 R.C.S. 1722; *Fraternité unie des charpentiers et menuisiers d'Amérique, section locale 579 c. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 R.C.S. 316; *Brosseau c. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 R.C.S. 301; *National Corn Growers Assn. c. Canada (Tribunal des importations)*, [1990] 2 R.C.S. 1324; *Pacific Coast Coin Exchange c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, [1978] 2 R.C.S. 112; *Four Star Mgmt. Ltd. c. B.C. Securities Comm.* (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195, autorisation de pourvoi refusée *sub nom. Williams (Byron Leslie) c. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 R.C.S. xv; *Gordon Capital Corp. c. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713; *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595; *Bay Street West Securities (1983) Inc. c. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19.

Statutes and Regulations Cited

Company Act, R.S.B.C. 1979, c. 59, ss. 1, 255, 267, 272.
Securities Act, S.B.C. 1985, c. 83, ss. 1(1) "material change", "material fact", 14(1), (2), 44(1) [am. 1989, c. 78, s. 16], 45(2) [am. 1989, c. 78, s. 16], 47(1), (2), 48(1) [am. 1989, c. 58, s. 12], 49(1) [am. 1989, c. 78, s. 20], 50(1), 67, 68 [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 25], 144(1)(a) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], (b) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], (c) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39, am. 1990, c. 25, s. 49], (d) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], 149(a) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 43, am. 1992, c. 52, s. 27], (b) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 43], (c) [ad. 1992, c. 52, s. 27], 154.2 [ad. 1988, c. 58, s. 25].

Company Act, R.S.B.C. 1979, ch. 59, art. 1, 255, 267, 272.
Securities Act, S.B.C. 1985, ch. 83, art. 1(1) «change-
ment important», «fait important», 14(1), (2), 44(1) [mod. 1989, ch. 78, art. 16], 45(2) [mod. 1989, ch. 78, art. 16], 47(1), (2), 48(1) [mod. 1989, ch. 58, art. 12], 49(1) [mod. 1989, ch. 78, art. 20], 50(1), 67, 68 [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 25], 144(1)a) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], b) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], c) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], d) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], 149(a) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 43, mod. 1992, ch. 52, art. 27], b) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 43], c) [aj. 1992, ch. 52, art. 27], 154.2 [aj. 1988, ch. 58, art. 25].

Authors Cited

Alboini, Victor P. *Securities Law and Practice*, 2nd ed., vol. 2 (loose-leaf). Toronto: Carswell, 1984.

Johnston, David L. *Canadian Securities Regulation*.^a Toronto: Butterworths, 1977.

Stevens, George C. and Stephen D. Wortley. "Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation" (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331.

APPEALS from a judgment of the British Columbia Court of Appeal (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257, 96 D.L.R. (4th) 137, 24 W.A.C. 1, allowing an appeal from an order of the British Columbia Securities Commission. Appeals allowed.

M. J. Gregory Walsh and *Catharine M. Esson*, for the appellant the Superintendent of Brokers.

John L. Finlay and *Susan E. Ross*, for the appellant the British Columbia Securities Commission.

Alan J. Lenczner, Q.C., and *Winton K. Derby, Q.C.*, for the respondents.

Deborah K. Lovett, for the intervenor the Attorney General of British Columbia.

Stephen T. Goudge, Q.C., and *Sandra Forbes*, for the intervenor the Ontario Securities Commission.

Frances L. Zinger and *Glenda A. Campbell*, for the intervenor the Alberta Securities Commission.

Bryan Finlay, Q.C., and *Philip Anisman*, for the intervenor the Securities Dealers Society of Ontario.

The judgment of the Court was delivered by

IACOBUCCI J. — These appeals (hereinafter referred to in the singular) deal mainly with the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission which is not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of statutory

Doctrine citée

Alboini, Victor P. *Securities Law and Practice*, 2nd ed., vol. 2 (loose-leaf). Toronto: Carswell, 1984.

Johnston, David L. *Canadian Securities Regulation*.^a Toronto: Butterworths, 1977.

Stevens, George C. and Stephen D. Wortley. «Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation» (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331.^b

POURVOIS contre un arrêt de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257, 96 D.L.R. (4th) 137, 24 W.A.C. 1, qui a accueilli un appel contre une ordonnance de la British Columbia Securities Commission. Pourvois accueillis.^c

M. J. Gregory Walsh et *Catharine M. Esson*, pour l'appelant le Superintendent of Brokers.

John L. Finlay et *Susan E. Ross*, pour l'appelante la British Columbia Securities Commission.

Alan J. Lenczner, c.r., et *Winton K. Derby, c.r.*, pour les intimés.

Deborah K. Lovett, pour l'intervenant le procureur général de la Colombie-Britannique.

Stephen T. Goudge, c.r., et *Sandra Forbes*, pour l'intervenante la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Frances L. Zinger et *Glenda A. Campbell*, pour l'intervenante l'Alberta Securities Commission.

Bryan Finlay, c.r., et *Philip Anisman*, pour l'intervenante la Securities Dealers Society of Ontario.^h

Version française du jugement de la Cour rendu par

LE JUGE IACOBUCCI — Les présents pourvois (ci-après mentionnés au singulier) portent principalement sur la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une

interpretation. The appeal also raises issues of compliance with the timely disclosure requirements under applicable securities legislation.

I. Facts

At the relevant time, the respondents were directors and senior managers of Prime Resources Corporation ("Prime"), a company which headed a large corporate network which consisted of Prime, various wholly owned subsidiaries, and Prime's "managed companies", a group of about 50 public junior resource companies controlled and managed by Prime. Murray Pezim was the chairperson of Prime's board of directors and was responsible for promoting and arranging financing for Prime and the managed companies. Lawrence Page was Prime's vice president and was responsible for administration within Prime and for liaison with Prime's outside legal counsel. Finally, John Ivany was president and chief executive officer of Prime. He was also responsible for the overall direction of Prime and played a role in raising financing for the corporation.

One of Prime's managed companies was Calpine Resources Inc. ("Calpine"), which was involved in mineral exploration and development in northern British Columbia. Prime held 23 percent of Calpine's common shares. The respondents were also directors of Calpine.

Both Prime and Calpine were incorporated under the *Company Act*, R.S.B.C. 1979, c. 59 (as amended), and were reporting issuers whose common shares were listed for trading on the Vancouver Stock Exchange ("VSE"). As such, they were subject to the VSE's rules and policies concerning such matters as public disclosure of information and pricing of options. They were also subject to the continuing and timely disclosure requirements under s. 67 of the *Securities Act*, S.B.C. 1985, c. 83 (as amended) (the "Act"), which required disclosure of "material changes" in the affairs of a reporting issuer as soon as practicable, as well as the insider trading provisions under s. 68 of the

question d'interprétation des lois. Le pourvoi soulève aussi des questions de respect des exigences en matière d'information occasionnelle en vertu des dispositions législatives applicables aux valeurs mobilières.

I. Les faits

À l'époque en cause, les intimés étaient administrateurs et cadres supérieurs de Prime Resources Corporation («Prime»), société qui dirigeait un vaste réseau de sociétés composé de Prime, de diverses filiales en propriété exclusive et des «sociétés gérées», un groupe d'environ 50 petites sociétés minières contrôlées et gérées par Prime. Murray Pezim était président du conseil d'administration et avait la responsabilité de promouvoir et d'organiser le financement de Prime et de ses sociétés gérées. Lawrence Page était vice-président et était responsable de l'administration interne de Prime et des rapports avec ses conseillers juridiques externes. Enfin, John Ivany était président et directeur général. Il était responsable de l'ensemble de la direction de Prime et participait à l'obtention du financement pour la société.

L'une des sociétés gérées de Prime était Calpine Resources Inc. («Calpine»), qui œuvrait dans le domaine de l'exploration et de la mise en valeur du minerai dans le nord de la Colombie-Britannique. Prime détenait 23 pour 100 des actions ordinaires de Calpine. Les intimés étaient aussi administrateurs de Calpine.

Prime et Calpine ont été constituées en personne morale en vertu de la *Company Act*, R.S.B.C. 1979, ch. 59 (modifiée), et elles étaient des émetteurs assujettis dont les actions ordinaires étaient officiellement cotées à la Bourse de Vancouver («la Bourse»). Elles se trouvaient en conséquence régies par les règles et politiques de la Bourse en matière de divulgation publique de renseignements et de fixation du prix des options. Elles devaient également se conformer d'une part, aux exigences d'information continue et occasionnelle énoncées à l'art. 67 de la *Securities Act*, S.B.C. 1985, ch. 83 (modifiée) (la «Loi»), qui prévoit la divulgation dès que possible d'un «changement important»

Act. The British Columbia Securities Commission ("the Commission"), which is established by the Act, is charged with administering the Act and ensuring compliance with the requirements of the Act, as well as regulating the VSE.

In the spring of 1990, the Superintendent of Brokers ("Superintendent"), the chief administrative officer of the Commission, instituted proceedings against the respondents in connection with various types of transactions which occurred between July and October, 1989. The Superintendent alleged that the respondents had violated the timely disclosure provisions found in s. 67 of the Act, as well as the insider trading provisions found in s. 68. As a matter of convenience, the impugned transactions have been divided into three categories: the drilling results and share options transactions, the private placement, and the so-called ALC withdrawal. Each of these will be discussed in turn.

A. The Drilling Results and Share Options Transactions

In September 1988, Calpine announced the commencement of drilling on a property known as "Eskay Creek". On May 18, 1989, Calpine announced another drilling program on the same property for the summer of 1989.

Prime Explorations Ltd., one of Prime's wholly owned subsidiaries, was engaged to provide consulting and management services for the project. David Mallo, a staff geologist employed by Prime Explorations, was appointed manager of the Eskay Creek project and prepared regular written reports on the progress of the project. These reports, which contained information on the activity at the camp, as well as visual descriptions and ratings of the holes drilled since the last report, were sent to the president of Prime Explorations, Chet Idziszek, an experienced geologist. Idziszek was responsible for implementing and carrying out a system to compile the drilling and assay results, to ensure the confidentiality of the results, and to determine the time when public disclosure of the results was

survenu dans les affaires d'un émetteur assujetti, et d'autre part, aux dispositions sur les opérations d'initiés prévues à l'art. 68 de la Loi. La British Columbia Securities Commission («la Commission»), constituée par la Loi, a le mandat d'appliquer celle-ci, d'assurer le respect de ses exigences et de réglementer la Bourse.

b Au printemps 1990, le Superintendent of Brokers («le surintendant»), administrateur en chef de la Commission, a intenté des poursuites contre les intimés relativement à diverses opérations conclues entre les mois de juillet et d'octobre 1989. Le surintendant soutenait que les intimés avaient contrevenu aux exigences en matière d'information occasionnelle prévues à l'art. 67 de la Loi, et aux dispositions relatives aux opérations d'initiés visées à l'art. 68. Par souci de commodité, les opérations attaquées ont été divisées en trois catégories: les résultats de forage et les options d'achat d'actions, le placement privé et ce que l'on a appelé le retrait d'ALC. Chacune de ces opérations sera examinée séparément.

A. Les résultats de forage et les options d'achat d'actions

f En septembre 1988, Calpine a annoncé le début de travaux de forage sur un terrain appelé «Eskay Creek». Le 18 mai 1989, Calpine a annoncé un autre programme de forage sur le même terrain au cours de l'été 1989.

g Prime Explorations Ltd., l'une des filiales en propriété exclusive de Prime, a été engagée pour la prestation des services de consultation et de gestion du projet. David Mallo, géologue faisant partie du personnel de Prime Explorations, a été nommé gérant du projet d'Eskay Creek et devait rédiger des rapports périodiques sur l'état d'avancement du projet. Ces rapports renfermaient des renseignements sur l'activité au camp, des descriptions visuelles et des analyses des trous forés depuis le dernier rapport, et étaient ensuite envoyés au président de Prime Explorations, Chet Idziszek, un géologue d'expérience. Idziszek était chargé de mettre sur pied et d'exploiter un système de compilation de résultats de forage et de titrage; il devait aussi assurer la confidentialité des résul-

required. Idziszek also erected a "Chinese Wall" to prevent the non-geological officers of Prime Explorations, including the respondents, from having actual knowledge of the drilling results before they were released to the public.

Early in the first program, that is in the fall of 1988, news releases had been issued to disclose the drilling results from a single hole or even a partial hole. However, by the summer of 1989, the practice was to release results about every two weeks covering several holes.

During the summer program, the drilling concentrated on two zones of mineralization, known as the 21A zone and the 21B zone. Several holes were drilled including holes 71, 93, 101 and 109. During this period, share options were granted and news releases were issued.

The first disclosure on the summer program occurred in a news release, dated June 20, 1989, to announce the commencement of the drilling activity. Five subsequent news releases were issued on July 13, 19, August 2, 15 and 22. The first four of these five news releases were issued after, rather than before, Calpine and Prime granted new share options or reduced the price of previously issued options in favour of directors (including the respondents) and employees. The fifth news release was issued before the fifth impugned share options transaction. As a matter of convenience, I set out the following chronology of events which relate to the five share options transactions and news releases:

July 11/12, 1989 Idziszek and Mallo visit the drill camp and are very impressed with their visual observations. A new zone of mineralization is identified and Mallo states that

tats et déterminer quand ils devaient être rendus publics. Idziszek a aussi érigé une «muraille de Chine» pour empêcher le personnel non géologue de Prime Explorations, y compris les intimés, de connaître les résultats de forage avant qu'ils soient divulgués au public.

Au début du premier programme, à l'automne 1988, on publiait des communiqués sur les résultats obtenus pour un seul trou de forage ou même un trou non complété. Cependant, à l'été 1989, on avait pris l'habitude de publier environ toutes les deux semaines des résultats pour plusieurs trous de forage.

Au cours du programme d'été, les travaux de forage ont surtout été réalisés dans deux zones minéralisées, la zone 21A et la zone 21B. Il y a eu forage de plusieurs trous, dont les trous 71, 93, 101 et 109. Au cours de cette période, des options d'achat d'actions ont été accordées et des communiqués publiés.

La première information relative au programme d'été a été divulguée dans un communiqué en date du 20 juin 1989, dans lequel on annonçait le début des travaux de forage. Par la suite, il y a eu cinq autres communiqués: les 13 et 19 juillet, et les 2, 15 et 22 août. Les quatre premiers ont été publiés après (et non avant) que Calpine et Prime eurent accordé de nouvelles options d'achat d'actions aux administrateurs (y compris les intimés) et aux employés ou leur eurent consenti une réduction du prix d'exercice d'options antérieures. Le cinquième communiqué a été publié avant la cinquième opération d'options d'achat d'actions qui est attaquée. Par souci de commodité, je présente la chronologie des événements entourant les cinq opérations en question et la publication des communiqués:

Date	Event	Date	Événement
July 11/12, 1989	Idziszek and Mallo visit the drill camp and are very impressed with their visual observations. A new zone of mineralization is identified and Mallo states that	11 et 12 juillet 1989	Idziszek et Mallo visitent le camp de forage et sont très impressionnés par ce qu'ils voient. On découvre une nouvelle zone minéralisée

there is a very good chance that the reserves are doubling.

July 12, 1989 Calpine grants options on 100,000 of its common shares to the Calpine Employee Plan at a price of \$1.44 per share, the previous close being \$1.63 per share. ^a 12 juillet 1989 ^b

July 13, 1989 A news release is issued describing the location of the drilling. The assay results for the first hole, hole 71, are ready but they are not disclosed in the news release. ^c 13 juillet 1989

July 19, 1989 Calpine issues a news release disclosing the first assay results from the summer drilling program. ^d 19 juillet 1989

July 26, 1989 While reviewing the daily fax sent from the drill camp, Mallo finds out that hole 109 is out of the ordinary. Mallo receives chip samples from hole 109 and has assays done on them. At least one of the samples shows very high gold and silver values. ^e 26 juillet 1989 ^f ^g

July 28, 1989 While on vacation, Idriszek is advised that visible gold has been discovered in hole 109. He immediately phones the respondent Ivany to advise him of the discovery. He then calls Mallo who informs him of the results of the chip sample assays for hole 109. ⁱ ^j 28 juillet 1989

et Mallo dit qu'il y a de très bonnes chances que les réserves doublent.

Dans le cadre du régime des employés, Calpine accorde des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 1,44 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 1,63 \$ l'action.

Un communiqué est publié dans lequel est décrit le lieu du forage. Les résultats de titrage pour le premier trou, le trou 71, sont prêts, mais ne sont pas divulgués dans le communiqué.

Calpine publie un communiqué divulguant les premiers résultats de titrage obtenus dans le cadre du programme de forage de l'été.

En examinant la télécopie reçue quotidiennement du camp de forage, Mallo constate que les données pour le trou 109 sont exceptionnelles. Il reçoit des échantillons d'éclats pour le trou 109 et les fait analyser. Au moins un de ces échantillons indique une teneur très élevée en or et en argent:

Pendant ses vacances, Idriszek est informé que l'on a découvert de l'or visible dans le trou 109. Il téléphone immédiatement à l'intimé Ivany pour l'informer de la découverte. Il appelle ensuite Mallo qui l'informe des résultats de titrage des échantillons pour le trou 109.

July 31, 1989

In the morning, Calpine grants options on 100,000 of its common shares to Leslie MacConnell, a long-time associate of Pezim's, at a price of \$2.32 per share, the previous close being \$2.55. Idziszek and Mallo visit the drill camp, arriving about noon. After viewing the drill core and confirming the finding of visible gold, Idziszek phones Pezim at about 1:30 p.m. and informs him of the visible gold. In the late afternoon, Pezim signs and files a declaration in which he certifies that there are no undisclosed material changes in the affairs of Calpine.

31 juillet 1989

^a^b^c^d^e^f^g^hⁱ^j

August 1, 1989

Idziszek and Mallo begin to prepare a news release and correlate the assay results that are in the office.

1^{er} août 1989

August 2, 1989

At Pezim's request, trading in Calpine's shares is halted from 9:40 a.m. until 9:30 a.m. the following day. A news release is issued announcing the assay results for several more holes as well as the discovery of visible gold in hole 109.

2 août 1989

^g^h

The final gold and silver assays for holes 93 and 101 arrive. They included "very good numbers".

14 août 1989

Prime reduces, to \$2.13 per share, the exercise price of

Dans la matinée, Calpine accorde à Leslie MacConnell, un associé de longue date de Pezim, des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 2,32 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 2,55 \$. Vers midi, Idziszek et Mallo arrivent pour visiter le camp de forage. Après avoir examiné la carotte de forage et confirmé la présence d'or visible, Idziszek téléphone à Pezim vers 13 h 30 et l'informe de la découverte. En fin d'après-midi, Pezim signe et dépose une déclaration dans laquelle il atteste qu'il n'est survenu aucun changement important non divulgué dans les affaires de Calpine.

Idziszek et Mallo commencent à rédiger un communiqué et comparent les résultats de titrage qu'ils ont entre les mains.

À la demande de Pezim, les opérations sur les actions de Calpine sont suspendues à partir de 9 h 40 jusqu'à 9 h 30 le lendemain. Un communiqué est publié annonçant les résultats de titrage pour plusieurs autres trous ainsi que la découverte d'or visible dans le trou 109.

On obtient les résultats définitifs des teneurs en or et en argent pour les trous 93 et 101. Les données sont très positives.

Prime réduit à 2,13 \$ l'action le prix d'exercice des

options on 3,351,383 of its common shares already granted, the previous close being \$2.47. Most of these options are held by Senior Management of Prime, including the respondents. In the afternoon, Calpine issues a news release disclosing the assay results for holes 93 and 101.

b

August 16, 1989 The final total gold assays for hole 109 arrive at Prime Explorations in the afternoon.

c 16 août 1989

August 17, 1989 Prime grants options on 125,000 of its common shares to Richard Warke and Murray Garrison, two Prime employees, at an exercise price of \$2.28 per share, the previous close being \$2.50. In the afternoon, Pezim signs and files a declaration in which he certifies that there are no undisclosed material changes in the affairs of Prime.

d 17 août 1989

August 22, 1989 Calpine issues a news release (dated August 21) disclosing a detailed description of the assay results for hole 109, as well as information on visual observations of nearby holes that had been subsequently drilled.

e 22 août 1989

August 24, 1989 Calpine grants options on 100,000 of its common shares to the Calpine Employee Plan and to Norman Pezim, Murray Pezim's brother, at an exercise

f 24 août 1989

options déjà accordées sur 3 351 383 de ses actions ordinaires, par rapport à un cours de clôture de 2,47 \$. La plupart de ces options sont détenues par les cadres supérieurs de Prime, dont les intimés. Dans l'après-midi, Calpine publie un communiqué renfermant les résultats de titrage pour les trous 93 et 101.

Prime Explorations reçoit dans l'après-midi les résultats définitifs de la teneur en or pour le trou 109.

Prime accorde à Richard Warke et Murray Garrison, deux employés de Prime, des options sur 125 000 actions ordinaires, à un coût de 2,28 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 2,50 \$. Dans l'après-midi, Pezim signe et dépose une déclaration dans laquelle il atteste qu'il n'est survenu aucun changement important non divulgué dans les affaires de Prime.

g

Calpine publie un communiqué (en date du 21 août) décrivant en détail les résultats de titrage pour le trou 109 et comprenant des renseignements sur les observations faites dans les trous voisins forés par la suite.

h

Calpine accorde au régime des employés de Calpine et à Norman Pezim, frère de Murray Pezim, des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 4,78 \$

j

price of \$4.78 per share, the previous close being \$6.

B. The Private Placement

On July 14, 1989, Calpine issued a news release announcing a private placement for two million units; each unit was to consist of one Calpine common share and one Calpine share purchase warrant, which entitles the holder to purchase one Calpine common share. The fact that the purchaser or placee was Prime was not disclosed in the news release even though the sale would increase Prime's interest in Calpine from 23 to 36 percent of the outstanding Calpine common shares.

On July 17, 1989, the respondent Ivany sent a notice letter to the VSE concerning the private placement. Prime Equities Inc., a wholly owned subsidiary of Prime, was named as agent for the private placement, but the notice did not indicate the name of the placee.

During the period from July 14 to August 10, 1989, the respondent Pezim told certain brokers and investors who asked him that it was Prime, directly or indirectly, that was purchasing the private placement.

On August 10, 1989, the VSE was advised that the private placement would be taken down by an entity related to Prime and that Prime Equities would not be involved in the transaction. Prime issued a news release on that same day identifying Prime as the placee and announcing that it would close the private placement by August 18, 1989.

On August 18, 1989, Calpine filed the required declaration with the VSE in which the respondent Page certified that there were no undisclosed material changes in Calpine's affairs.

Although the private placement purportedly closed on August 18, 1989, the money was not paid or the shares issued until December of that year. On December 11, 1989, Prime issued a news

l'action, par rapport à un cours de clôture de 6 \$ l'action.

a B. Le placement privé

Le 14 juillet 1989, Calpine a publié un communiqué pour annoncer un placement privé de deux millions d'unités; chaque unité devait comprendre une action ordinaire de Calpine et un bon de souscription, conférant à son détenteur le droit d'acheter une action ordinaire de Calpine. Le communiqué ne mentionnait pas que l'acheteur était Prime, même si la vente devait faire passer la participation de Prime dans Calpine de 23 à 36 pour 100 des actions ordinaires en circulation de Calpine.

Le 17 juillet 1989, l'intimé Ivany a envoyé à la Bourse un avis concernant ce placement privé. Cet avis mentionnait que Prime Equities Inc., filiale en propriété exclusive de Prime, était le mandataire du placement privé, mais il n'indiquait pas le nom de l'acheteur.

Au cours de la période du 14 juillet au 10 août 1989, pour répondre à certains courtiers et investisseurs qui le lui avaient demandé, l'intimé Pezim a dit que Prime était, directement ou indirectement, l'acheteur du placement privé.

Le 10 août 1989, la Bourse a été informée que le placement privé serait pris par une entité apparentée à Prime et que Prime Equities ne participerait pas à l'opération. Prime a publié le même jour un communiqué dans lequel elle annonçait qu'elle était l'acheteur et que l'opération de placement privé serait terminée le 18 août 1989.

Le 18 août 1989, Calpine a déposé auprès de la Bourse la déclaration requise, dans laquelle l'intimé Page attestait qu'il n'était pas survenu de changements importants non divulgués dans les affaires de Calpine.

Bien que l'opération de placement privé ait apparemment été achevée le 18 août 1989, le paiement ou l'émission des actions n'ont pas eu lieu avant décembre de la même année. Le 11 décem-

release announcing that it had completed, on December 7, 1989, the purchase of four million shares of Calpine by way of a private placement.

C. The ALC Withdrawal

In September 1989, Prime made a public offering of five million units, at \$4.25 per unit, under a guaranteed agency agreement ("GAA") with three brokerage firms. Each unit was to consist of one Prime common share and one Prime share purchase warrant. Under the GAA, one of the brokerage firms, Canarim Investment Corporation Ltd. ("Canarim") guaranteed either to find purchasers or purchase itself four million units. An English company, Alexanders, Laing and Cruickshank Ltd. ("ALC"), entered into a deal with Canarim to buy one million Prime units. The deadline for payment under the GAA was September 29, 1989.

On September 25, 1989, Tim Hoare, a principal of ALC and a director of Prime, advised Canarim that ALC was withdrawing its purchase because it had not been adequately consulted on the price of the offering. Peter Brown, Canarim's chairperson and a director of Prime, called Pezim and told him there was a problem. Pezim told Brown to give ALC a delayed delivery contract and said he would talk to Hoare personally to convince him to take the units. Pezim also told Brown that Canarim would have to pay for the units, but indicated that Prime would try to help Canarim offset any loss through other business. On September 29, 1989, neither ALC nor Canarim paid for the unwanted one million units.

On October 16, 1989, Brown formally notified Prime that Canarim would not take down or pay for the one million Prime units. The withdrawal of Canarim was disclosed on October 19, 1989 in a planned news release intended to disclose a share swap between Prime and another company. Following this news release, Canarim came under pressure from the brokerage community to take

bre 1989, Prime a publié un communiqué pour annoncer qu'elle avait complété le 7 décembre 1989 l'achat de quatre millions d'actions de Calpine par voie de placement privé.

C. Le retrait d'ALC

En septembre 1989, Prime a fait un appel public à l'épargne relativement à cinq millions d'unités, à 4,25 \$ l'unité, en vertu d'une entente de représentation garantie («l'entente») conclue avec trois firmes de courtage. Chacune de ces unités devait comprendre une action ordinaire de Prime et un bon de souscription à des actions de Prime. En vertu de l'entente, une des firmes de courtage, Canarim Investment Corporation Ltd. («Canarim») s'était engagée à faire acheter ou à acheter elle-même quatre millions d'unités. Une compagnie anglaise, Alexanders, Laing and Cruickshank Ltd. («ALC»), a conclu un marché avec Canarim pour l'achat d'un million d'unités de Prime. Aux termes de l'entente, la date limite de paiement était le 29 septembre 1989.

Le 25 septembre 1989, Tim Hoare, mandant d'ALC et administrateur de Prime, a informé Canarim qu'ALC retirait son offre d'achat parce qu'elle n'avait pas été suffisamment consultée quant au prix d'émission. Peter Brown, président de Canarim et administrateur de Prime, a téléphoné à Pezim pour lui dire qu'il y avait un problème. Pezim a dit à Brown de donner à ALC un contrat de livraison différée et a ajouté qu'il parlerait personnellement à Hoare pour le convaincre de prendre les unités. Pezim a aussi dit à Brown qu'il faudrait que Canarim paie les unités, mais que Prime tenterait d'aider Canarim à compenser les pertes par d'autres opérations. Le 29 septembre 1989, ni ALC ni Canarim n'avaient payé le million d'unités non désirées.

Le 16 octobre 1989, Brown a officiellement averti Prime que Canarim ne prendrait ni ne paierait le million d'unités de Prime. Le retrait de Canarim a été divulgué le 19 octobre 1989 dans un communiqué planifié visant à divulguer un échange d'actions entre Prime et une autre société. Après le communiqué, les milieux de courtage ont insisté auprès de Canarim pour qu'elle accepte les

down the units. Accordingly, Canarim agreed to honour its obligation and advised Prime. This was disclosed by Prime in a news release on October 23, 1989.

unités. Canarim a donc accepté d'honorer son obligation et a informé Prime. Ce fait a été annoncé par Prime dans un communiqué le 23 octobre 1989.

a

Following a rather lengthy hearing relating to the three groups of impugned transactions described above, the Commission concluded that the respondents had contravened s. 67 of the Act by failing to disclose material changes in their affairs. However, no contravention of s. 68 of the Act, relating to improper insider trading, was found. The respondents were responsible for these breaches as senior managers of the companies and were suspended from trading in shares for a period of one year through the removal of their trading exemptions under the Act. Further, they were ordered to pay two-thirds of the costs incurred by the Commission and the Superintendent.

Après une audience plutôt longue relativement aux trois groupes d'opérations contestées que j'ai déjà décrites, la Commission a conclu que les intimés avaient enfreint l'art. 67 de la Loi en omettant de divulguer des changements importants survenus dans leurs affaires. Cependant, à son avis, ils n'avaient pas enfreint l'art. 68 de la Loi, qui vise les opérations d'initiés. En tant que cadres supérieurs des sociétés, les intimés étaient responsables de ces contraventions; la Commission leur a interdit de faire des opérations sur des actions pendant une période d'un an, en leur retirant la possibilité de se prévaloir pendant cette période des exemptions prévues à leur égard par la Loi. Enfin, la Commission a aussi ordonné aux intimés de payer les deux tiers des dépens de la Commission et du surintendant.

e

Pursuant to s. 149 of the Act, the respondents appealed to the British Columbia Court of Appeal. The order granting leave to appeal limited the appeal to the question of whether the Commission had erred as a matter of law in its conclusions on s. 67 (disclosure of material change), s. 144 (power of Commission to make orders) and s. 154.2 (power of Commission to make orders regarding costs) of the Act. The Court of Appeal allowed their appeal and set aside the orders of the Commission, Locke J.A. dissenting. The respondents were ordered to pay one tenth of the costs incurred by the Commission and the Superintendent. The Superintendent and the Commission now appeal from that decision.

Conformément à l'art. 149 de la Loi, les intimés ont interjeté appel devant la Cour d'appel de la Colombie-Britannique. Selon l'autorisation d'appel accordée, l'appel devait seulement viser à déterminer si la Commission avait commis une erreur de droit dans ses conclusions relatives à l'art. 67 (divulgation d'un changement important), à l'art. 144 (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances) et à l'art. 154.2 (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances quant aux dépens) de la Loi. La Cour d'appel a accueilli l'appel et annulé les ordonnances de la Commission; le juge Locke était dissident. Elle a ordonné aux intimés de payer un dixième des dépens de la Commission et du surintendant. Le surintendant et la Commission se pourvoient maintenant contre cette décision.

i

II. Relevant Statutory Provisions

Securities Act, S.B.C. 1985, c. 83 (am. S.B.C. 1988, c. 58, S.B.C. 1989, c. 78, S.B.C. 1990, c. 25 and S.B.C. 1992, c. 52):

j

II. Les dispositions législatives pertinentes

Securities Act, S.B.C. 1985, ch. 83 (mod. S.B.C. 1988, ch. 58, S.B.C. 1989, ch. 78, S.B.C. 1990, ch. 25 et S.B.C. 1992, ch. 52):

[TRADUCTION]

1. (1) In this Act

“material change” means, where used in relation to the affairs of an issuer, a change in the business, operations, assets or ownership of the issuer that would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of any of the securities of the issuer and includes a decision to implement that change made by

(a) senior management of the issuer who believe that confirmation of the decision by the directors is probable, or

(b) the directors of the issuer;

“material fact” means, where used in relation to securities issued or proposed to be issued, a fact that significantly affects, or could reasonably be expected to significantly affect, the market price or value of those securities;

67. (1) Where a material change occurs in the affairs of a reporting issuer, the reporting issuer shall

- (a) as soon as practicable issue and file a press release that is authorized by a senior officer and that discloses the nature and substance of the change, and
- (b) file a required report, as soon as practicable, but in any event no later than 10 days after the date on which the change occurs.

(2) Subsection (1) does not apply to a reporting issuer which immediately files the report required under subsection (1) (b) marked “confidential” together with written reasons why there should not be a press release under subsection (1) (a) so long as

(a) in the opinion of the reporting issuer, the disclosure required by subsection (1) would be unduly detrimental to its interests, or

(b) the material change in the affairs of the reporting issuer

(i) consists of a decision to implement a change made by senior management of the issuer who believe that confirmation of the decision by the directors is probable, and

1. (1) Les définitions qui suivent s'appliquent à la présente loi.

a

«changement important» Dans le contexte des affaires d'un émetteur, s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d'actif ou sa propriété, s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. La présente définition inclut la décision d'effectuer un tel changement prise:

a) soit par la direction générale de l'émetteur si celle-ci estime que cette décision sera probablement approuvée par le conseil d'administration,

b) soit par les administrateurs de l'émetteur;

d

«fait important» Dans le contexte de valeurs mobilières qui ont été émises ou dont l'émission est projetée, s'entend d'un fait qui a un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet;

e

67. (1) Si un changement important survient dans les affaires d'un émetteur assujetti, ce dernier

a) publie et dépose dès que possible un communiqué de presse qui est autorisé par un cadre supérieur et qui divulgue la nature et la substance du changement, et

b) dépose dès que possible un rapport exigé sur ce changement et, dans tous les cas, au plus tard dix jours suivant la date à laquelle le changement est survenu.

g

(2) Le paragraphe (1) ne s'applique pas à un émetteur assujetti qui dépose immédiatement le rapport exigé par l'alinéa (1)b) en y inscrivant une mention portant que le rapport est «confidentiel» et en donnant par écrit les motifs pour lesquels il ne devrait pas y avoir de communiqué en vertu de l'alinéa (1)a), dans les cas suivants:

a) l'émetteur assujetti est d'avis que la divulgation exigée par le paragraphe (1) serait indûment préjudiciable à ses intérêts;

b) le changement important dans les affaires de l'émetteur assujetti

j

(i) consiste en une décision de mettre à exécution un changement apporté par la direction générale de l'émetteur qui estime que les administrateurs ratifieront probablement cette décision, et

(ii) senior management of the issuer has no reason to believe that persons with knowledge of the material change have made use of that knowledge in purchasing or selling securities of the issuer.

a

(3) Where a report has been filed under subsection (2), the reporting issuer shall advise the commission in writing, within 10 days of the date of filing the initial report and every 10 days after that, that it believes the report should continue to remain confidential until

b

(a) the material change is generally disclosed in the manner referred to in subsection (1) (a), or

c

(b) if the material change consists of a decision of the type referred to in subsection (2) (b), that decision has been rejected by the directors of the issuer.

68. (1) No person that

d

(a) is in a special relationship with a reporting issuer, and

e

(b) knows of a material fact or material change with respect to that reporting issuer, which material fact or material change has not been generally disclosed,

shall purchase or sell

f

(c) securities of that reporting issuer,

g

(d) a put, a call, an option or another right or obligation to purchase or sell securities of the reporting issuer, or

h

(e) a security, the market price of which varies materially with the market price of any securities of the reporting issuer.

(2) No reporting issuer and no person in a special relationship with a reporting issuer shall inform another person of a material fact or material change with respect to the reporting issuer before the material fact or material change has been generally disclosed, unless giving the information is necessary in the course of business of the reporting issuer or of the person in the special relationship with the reporting issuer.

i

(3) No person that proposes to

j

(a) make a take over bid, as defined in section 74, for the securities of a reporting issuer,

(ii) la direction générale de l'émetteur n'a aucune raison de croire que les personnes qui ont connaissance du changement important ont profité de cette connaissance en achetant ou en vendant des valeurs mobilières de l'émetteur.

(3) Si un rapport a été déposé en vertu du paragraphe (2), l'émetteur assujetti informe la commission par écrit dans les dix jours suivant la date du dépôt du rapport initial et, par la suite, tous les dix jours, qu'il estime que le rapport doit demeurer confidentiel

a) soit jusqu'à ce que le changement important soit divulgué au public de la manière prévue à l'alinéa (1)a),

b) soit, si le changement important consiste en une décision du genre de celle visée à l'alinéa (2)b), jusqu'à ce que cette décision ait été infirmée par le conseil d'administration de l'émetteur.

68. (1) Il est interdit à quiconque

a) a des rapports particuliers avec un émetteur assujetti,

b) est au courant d'un fait important ou d'un changement important concernant cet émetteur, qui n'a pas été divulgué au public,

d'acheter ou de vendre

c) des valeurs mobilières de l'émetteur assujetti,

d) une option de vente, un appel de fonds, un droit d'option ou tout autre droit ou obligation d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières de l'émetteur assujetti,

e) une valeur mobilière dont le cours varie de façon importante par rapport à celui de toute valeur mobilière de l'émetteur assujetti.

(2) Sauf dans le cours normal de ses activités commerciales, nul émetteur assujetti et nulle personne ayant des rapports particuliers avec cet émetteur assujetti ne doit informer une autre personne d'un fait important ou d'un changement important concernant cet émetteur avant que ce fait ou ce changement n'ait été divulgué au public.

(3) Aucune personne qui a l'intention, selon le cas

a) de présenter une offre publique d'achat, au sens de l'article 74, à l'égard des valeurs mobilières d'un émetteur assujetti,

- (b) become a party to a reorganization, amalgamation, merger, arrangement or similar business combination with a reporting issuer, or
- (c) acquire a substantial portion of the property of a reporting issuer

shall inform another person of a material fact or material change with respect to the reporting issuer before the material fact or material change has been generally disclosed, unless giving the information is necessary to effect the take over bid, business combination or acquisition, as the case may be.

(4) A person does not contravene subsection (1), (2) or (3) if the person proves on the balance of probabilities that at the time of the purchase or sale referred to in subsection (1) or at the time of giving the information under subsection (2) or (3), as the case may be, the person reasonably believed that the material fact or material change had been generally disclosed.

144. (1) Where the commission or the superintendent considers it to be in the public interest, the commission or the superintendent, after a hearing, may order

- (c) that any or all of the exemptions described in any of sections 30 to 32, 55, 58, 80 or 81 do not apply to a person,
- (d) that a person
 - (i) resign any position that the person holds as a director or officer of an issuer, and
 - (ii) is prohibited from becoming or acting as a director or officer of any issuer,

149. (1) A person directly affected by a decision of the commission, other than

- (a) a decision under section 33 or 59,
- (b) a decision under section 147 in connection with the review of a decision of the superintendent under section 33 or 59, or
- (c) a decision by a person acting under authority delegated by the commission under section 6,

may appeal to the Court of Appeal with leave of a justice of that court.

- b) de participer à une réorganisation, une fusion, un arrangement ou un regroupement similaire d'entreprises avec un émetteur assujetti;
- c) d'acquérir une portion importante des biens d'un émetteur assujetti,

ne doit informer une autre personne d'un fait important ou changement important concernant cet émetteur avant que ce fait ou ce changement n'ait été divulgué au public, sauf si la divulgation de ces renseignements est nécessaire pour effectuer l'offre publique d'achat, le regroupement d'entreprises ou l'acquisition.

(4) Une personne ne contrevient pas au paragraphe (1), (2) ou (3) si elle établit, selon une prépondérance des probabilités, qu'elle avait alors des motifs raisonnables de croire que le fait important ou le changement important avait été préalablement divulgué au public.

144. (1) Lorsqu'ils estiment dans l'intérêt public de le faire, la commission ou le surintendant peuvent, après audience, ordonner

- c) qu'une ou l'autre ou l'ensemble des exemptions visées aux articles 30 à 32, 55, 58, 80 ou 81 ne s'applique pas à une personne,
- d) qu'une personne
 - (i) démissionne du poste qu'elle occupe comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, et
 - (ii) ne peut plus devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur ou agir à ce titre,

149. (1) Une personne directement touchée par une décision de la commission peut, avec autorisation, interjeter appel devant la Cour d'appel, sauf s'il s'agit

- a) soit d'une décision prise en vertu de l'article 33 ou 59,
- b) soit d'une décision prise en vertu de l'article 147 relativement à l'examen d'une décision du surintendant en vertu de l'article 33 ou 59,
- c) ou d'une décision prise par une personne dans l'exercice d'un pouvoir que lui a délégué la commission en vertu de l'article 6.

154.2 The person presiding at a hearing required or permitted under this Act or the regulations may order a person whose affairs are the subject of the hearing to pay prescribed fees or charges for the costs of or related to the hearing that are incurred by or on behalf of the commission or the superintendent including, without limiting this,

- (a) costs of matters preliminary to the hearing,
- (b) costs for time spent by the commission or the superintendent or the staff of either of them,
- (c) fees paid to an expert or witness, and
- (d) costs of legal services.

III. Judgments Below

1. British Columbia Securities Commission

The Commission's reasons for judgment were handed down in two parts: the findings of the Commission and the decision of the Commission.

In its findings, released on November 16, 1990, the Commission began by commenting on its jurisdiction. It held that, because it was vested with the responsibility of regulating the financial markets, it had broad powers. More specifically, the Commission stated that its jurisdiction was not limited to breaches of the Act, but extended to "circumstances where no provision of any law has been violated . . . since, no matter how extensive the specific provisions are, there will be fertile and unscrupulous minds to invent schemes that will skirt the words of all published pronouncements". The Commission concluded its discussion of jurisdiction as follows:

The Commission may from time to time judge the conduct of directors against a standard found in the Company Act. In other instances it may, through policy statements, impose a higher standard or one more specific in its terms. The Commission may exercise its jurisdiction even when there is no published policy. The focus of the Commission's inquiry remains constant: the conduct of market participants and its impact on the efficiency and fairness of the market. Where the public interest requires its intervention, the Commission's

154.2 La personne qui préside une audience exigée ou permise en vertu de la présente loi ou de son règlement d'application peut ordonner à une personne dont les affaires font l'objet de l'audience de payer les coûts ou dépens engagés par la commission ou le surintendant ou en leur nom, y compris notamment

- a) les coûts de toute question préliminaire à l'audience,
- b) les coûts au titre du temps consacré par la commission ou le surintendant ou leur personnel,
- c) les indemnités payées à un expert ou à un témoin,
- d) les coûts des services juridiques.

III. Les juridictions inférieures

1. La British Columbia Securities Commission

La Commission a présenté ses motifs en deux parties: ses conclusions et sa décision.

Dans ses conclusions prononcées le 16 novembre 1990, la Commission a tout d'abord commencé par examiner sa compétence. Elle a conclu qu'elle possédait de vastes pouvoirs parce qu'elle était investie de la responsabilité de réglementer les marchés financiers. Plus particulièrement, la Commission a précisé qu'elle n'était pas limitée dans l'exercice de sa compétence aux violations de la Loi, mais qu'elle pouvait aussi examiner [TRADUCTION] «les cas où il n'y a eu violation d'aucune loi [...] puisque, quelle que soit l'ampleur des dispositions données, il y aura toujours des esprits fertiles et malhonnêtes qui sauront mettre sur pied des plans pour éluder le libellé même de tous les textes publiés». Voici comment la Commission a conclu l'examen de sa compétence:

[TRADUCTION] La Commission peut à l'occasion examiner la conduite des administrateurs par rapport à une norme établie dans la Company Act. Dans d'autres cas, elle peut, par des déclarations de principe, imposer une norme plus sévère ou plus précise. La Commission peut exercer sa compétence même en l'absence d'une politique publiée. L'objet de toute enquête de la Commission demeure constant: la conduite des participants sur le marché boursier et l'incidence de cette conduite sur l'efficacité et l'équité du marché. Dans les cas où l'inté-

response is a proper exercise of its jurisdiction and a fulfilment of its mandate.

Following these comments, the Commission examined the various impugned transactions in order to determine whether or not ss. 67 and 68 of the Act had been breached. It divided its findings according to the three types of transactions identified above in the recital of the facts.

A. The Drilling Results and Share Options Transactions

The Commission found that Prime or Calpine had, on four occasions in July and August 1989, contravened s. 67 of the Act in failing to disclose all material changes in their affairs prior to granting or repricing options. The Commission's key holding was that the "Chinese Wall", an internal company stratagem, did not relieve the senior managers from their obligations under s. 67 of the Act, which mandates disclosure of material change "as soon as practicable". The Commission stated:

The accumulation of drilling results for release at periodic intervals is, in most circumstances, a reasonable approach to the disclosure of such information. Where an issuer proposes to engage in a securities transaction, however, it must ensure that any undisclosed material change is disclosed before proceeding with the transaction. The words "as soon as practicable" have a different meaning in this context than they might in the absence of the securities transaction.

In the view of the Commission, there was a positive obligation on the managers to make inquiries to determine whether there had been a material change prior to engaging in any securities transactions. The "Chinese Wall", though effective in shielding the managers from knowledge, did not release them from this obligation.

With respect to the fifth options transaction, the Commission found that Calpine had abused the ten day average pricing formula under the VSE's options policy, in failing to set the price of the

rêt public exige l'intervention de la Commission, les mesures prises à cette fin constituent un exercice approprié de sa compétence et s'inscrivent dans le cadre de l'exécution de son mandat.

^a

Après avoir fait ces commentaires, la Commission a examiné les diverses opérations attaquées pour déterminer s'il y avait eu violation des art. 67 et 68 de la Loi. Elle a divisé ses conclusions en ^b fonction des trois types d'opérations que j'ai citées dans l'exposé des faits.

^c

A. Les résultats de forage et les options d'achats d'actions

La Commission a conclu que Prime ou Calpine avait, à quatre reprises en juillet et août 1989, contrevenu à l'art. 67 de la Loi en omettant de divulguer tous les changements importants survenus dans les affaires de la société avant l'attribution des options ou la redétermination de leur prix. La principale conclusion de la Commission était que la «muraille de Chine», un stratagème interne de la société, ne libérait pas les cadres supérieurs de leurs obligations en vertu de l'art. 67 de la Loi, qui oblige à divulguer «dès que possible» tout changement important. La Commission a dit:

^d

[TRADUCTION] L'accumulation des résultats de forage publiés périodiquement est, dans la plupart des cas, une bonne façon de divulguer ces renseignements. Cependant, lorsqu'un émetteur envisage de procéder à une opération sur valeurs mobilières, il doit veiller à ce que soit préalablement divulgué tout changement important qui ne l'a pas encore été. Dans ce contexte, l'expression «dès que possible» a un sens différent de celui qu'il pourrait avoir en l'absence d'une telle opération.

^e

^f

De l'avis de la Commission, préalablement à toute opération sur valeurs mobilières, les cadres avaient une obligation positive de s'enquérir de tout changement important. Si la «muraille de Chine» établie a permis d'empêcher que les gestionnaires soient mis au courant, elle ne les a pas pour autant libérés de l'obligation de s'enquérir.

^g

Pour ce qui est de la cinquième opération concernant les options d'achat, la Commission a conclu que Calpine avait mal utilisé la formule de calcul du prix moyen sur une période de dix jours, en

options at a level reflecting the dissemination of recently disclosed material changes.

The Commission also found that, in two filings with the VSE for approval of options transactions, Pezim falsely certified that there were no material changes in the affairs of Calpine and Prime, respectively, that had not been publicly disclosed.

Finally, with respect to s. 68 of the Act, the Commission found, as noted above, that the "Chinese Wall" was effective in shielding the respondents from having knowledge of undisclosed material facts or material changes. Accordingly, the respondents had no knowledge of the drilling results when Prime and Calpine granted and repriced the options. Consequently, there was no breach of s. 68 of the Act.

B. *The Private Placement*

The Commission found that Calpine's disclosure of the private placement on July 14, 1989 was not in compliance with s. 67 of the Act because it failed to disclose that Prime was the placee and what effect the private placement would have on the control of Calpine. The Commission stated the following:

The fact that Calpine's major shareholder would, through the private placement, raise its interest from 23 per cent to 36 per cent, assuming exercise of the warrants, represented a change in the ownership of Calpine that, by significantly reducing the possibility of a challenge for control, would reasonably be expected to cause a significant effect on the market price or value of Calpine's shares. It was therefore a material change in Calpine's affairs and was required to be disclosed, under section 67 of the Act.

The Commission also found that Calpine misled the VSE on July 17, 1989 by representing that the private placement was to be brokered by Prime Equities, and that Page falsely certified to the VSE

vertu de la politique de la Bourse relative aux options, parce qu'elle n'avait pas fixé le prix des options en fonction des changements importants récemment divulgués.

La Commission a aussi conclu que Pezim avait, à deux reprises lorsqu'il a soumis les options d'achat à l'approbation de la Bourse, faussement attesté qu'il n'était survenu dans les affaires de Calpine et de Prime aucun changement important non divulgué au public.

Enfin, en ce qui concerne l'art. 68 de la Loi, comme je l'ai déjà fait remarquer, la Commission a conclu que la «muraille de Chine» avait permis d'empêcher que les intimés soient mis au courant de faits ou de changements importants non divulgués. Par conséquent, les intimés n'étaient pas au courant des résultats de forage lorsque Prime et Calpine ont accordé des options et en ont redéterminé les prix. En conséquence, il n'y a pas eu violation de l'art. 68 de la Loi.

B. *Le placement privé*

La Commission a conclu que la divulgation que Calpine avait faite de l'existence du placement privé le 14 juillet 1989 n'était pas conforme à l'art. 67 de la Loi puisqu'elle ne précisait pas que Prime était l'acheteur ni quel allait être l'effet de ce placement privé sur le contrôle de Calpine. La Commission a déclaré:

[TRADUCTION] Le fait que la participation du principal actionnaire de Calpine, par le jeu du placement privé, devait passer de 23 à 36 pour 100, en supposant l'exercice des bons de souscription d'actions, représentait un changement dans la propriété de Calpine puisqu'il était raisonnable de s'attendre à ce que ce changement, en réduisant dans une large mesure la possibilité d'une contestation du contrôle, ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des actions de Calpine. Il s'agissait en conséquence d'un changement important dans les affaires de Calpine, qui devait être divulgué en vertu de l'article 67 de la Loi.

La Commission a aussi conclu, que, le 17 juillet 1989, Calpine avait induit la Bourse en erreur lorsqu'elle l'a avisée que le placement privé devait être effectué par l'intermédiaire de Prime Equities,

on August 18, 1989 that there were no material changes in the affairs of Calpine that had not been publicly disclosed. With respect to the private placement, the Commission found no contravention of s. 68 of the Act.

C. The ALC Withdrawal

The Commission could not accept the respondents' argument that, with respect to the ALC withdrawal, there was nothing to disclose. In its view, the situation Prime found itself in on September 25, 1989 "would reasonably have been expected to have a significant effect on the market price of Prime's shares". Consequently, the Commission found that, in failing to make timely and adequate disclosure of the dispute with Canarim following ALC's withdrawal, Prime contravened s. 67 of the Act.

D. The Orders

In its findings, the Commission did not make any orders and preferred instead to hear submissions from the parties, following the release of its findings, with respect to the terms of the orders to be made under ss. 144 and 154.2 of the Act.

In its decision, released December 17, 1990, the Commission reviewed the parties submissions relating to orders and concluded that the respondents' improper conduct was related to distributions of securities under the exemptions in the Act. Consequently, in order to indicate the seriousness with which it viewed the contraventions, the Commission considered it to be in the public interest to remove the respondents' right to rely on the exemptions. Since the respondents were directors and senior management of Prime and Calpine, and had responsibility for ensuring compliance with securities regulatory requirements, the Commission decided not to differentiate among them in making its orders.

With respect to costs, the Commission rejected the respondents' argument that the length of the

et que, le 18 août 1989, Page avait faussement attesté à la Bourse qu'il n'était pas survenu dans les affaires de Calpine de changements importants qui n'avaient pas été divulgués au public. En ce qui concerne le placement privé, la Commission a conclu qu'il n'y avait pas eu de contravention à l'art. 68 de la Loi.

C. Le retrait d'ALC

La Commission n'a pu souscrire à l'argument des intimés qu'il n'y avait rien à divulguer relativement au retrait d'ALC. À son avis, [TRADUCTION] «il était raisonnable de s'attendre à ce que [la situation dans laquelle se trouvait Prime le 25 septembre 1989] ait un effet appréciable sur le cours des actions de Prime». La Commission a donc conclu que Prime avait contrevenu à l'art. 67 de la Loi en omettant de divulguer en temps opportun et de façon appropriée l'existence d'un différend avec Canarim à la suite du retrait d'ALC.

D. Les ordonnances

Dans ses conclusions, la Commission n'a pas rendu d'ordonnance et a préféré entendre, après la publication de ses conclusions, les observations des parties relativement aux ordonnances à rendre en vertu des art. 144 et 154.2 de la Loi.

Dans sa décision publiée le 17 décembre 1990, la Commission a examiné les observations des parties relativement aux ordonnances et a conclu que l'inconduite des intimés avait trait au placement de valeurs mobilières en vertu des exemptions de la Loi. Par conséquent, pour indiquer qu'elle jugeait ces contraventions sérieuses, la Commission a déterminé qu'il était dans l'intérêt public de retirer aux intimés le droit de se prévaloir des exemptions. Puisque les intimés étaient à la fois administrateurs et cadres supérieurs de Prime et de Calpine et qu'ils avaient la responsabilité d'assurer le respect des exigences réglementaires en matière de valeurs mobilières, la Commission a décidé de ne pas faire entre eux de distinction dans les ordonnances qu'elle a prononcées.

En ce qui concerne les dépens, la Commission a rejeté l'argument des intimés que la durée de l'en-

investigation and the hearing related mostly to the allegations of insider trading, which were not established. Rather, it found that most of the hearing related to evidence concerning those matters in respect of which it did find contravention. It held further that the suspicions which led to the other allegations were aroused by the respondents' own conduct in failing to make required disclosure and in filing misleading documents with the VSE.

The Commission concluded by making the following orders:

- under section 144(1)(c) of the Act, that the exemptions described in sections 30 to 32, 55, 58, 80 and 81 do not apply to Pezim, Page and Ivany for a period of one year, beginning January 1, 1991; and
- under section 154.2 of the Act, that Pezim, Page and Ivany pay prescribed fees or charges for two thirds of the costs of or related to the hearing that have been incurred by the Commission and the Superintendent, with the amount to be determined on further application to the Commission if the parties are unable to agree on the amount.

2. *British Columbia Court of Appeal* (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257

Lambert J.A., Carrothers J.A. concurring

The majority did not expressly consider the appropriate standard of review in the circumstances. Lambert J.A. merely stated the following at the outset of his reasons, at pp. 262-63:

I think we may consider alleged errors of law in relation to both the interpretation and the application of those three specified sections of the Act. Alleged errors in interpretation are, of course, errors of law. Alleged errors of application may be errors of law or errors of fact or errors of mixed law and fact. We are required and permitted to consider only alleged errors of application that are errors of law.

quête et de l'audience était en grande partie imputable à l'examen des allégations d'opérations d'initiés, qui n'ont pas été prouvées. Elle a plutôt conclu que la majeure partie de l'audience avait été consacrée à l'examen de la preuve se rapportant aux infractions qui, selon ses conclusions, avaient été commises. Elle a aussi conclu que ce sont les intimés eux-mêmes qui, en omettant de faire les divulgations requises et en déposant auprès de la Bourse des documents trompeurs, ont suscité les doutes qui ont donné lieu aux autres allégations.

La Commission a rendu les ordonnances suivantes:

[TRADUCTION]

- que, en vertu de l'alinéa 144(1)c) de la Loi, les exemptions visées aux articles 30 à 32, 55, 58, 80 et 81 ne s'appliquent pas à Pezim, Page et Ivany pour une période d'un an à compter du 1^{er} janvier 1991, et
- que, en vertu de l'article 154.2 de la Loi, Pezim, Page et Ivany paient les deux tiers des frais ou dépens réglementaires, directement ou indirectement engagés par la Commission et le surintendant dans le cadre de l'audience; le montant devant être établi sur présentation d'une autre demande à la Commission si les parties n'arrivent pas à s'entendre.

2. *La Cour d'appel de la Colombie-Britannique* (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257

Le juge Lambert, avec l'appui du juge Carrothers

La Cour d'appel à la majorité n'a pas explicitement examiné la norme de contrôle applicable dans les circonstances. Le juge Lambert a tout simplement mentionné ce qui suit au début de ses motifs, aux pp. 262 et 263:

[TRADUCTION] À mon avis, nous pouvons examiner les erreurs de droit présumées relativement à l'interprétation et à l'application de ces trois dispositions précises de la Loi. Il va sans dire que les erreurs d'interprétation présumées sont des erreurs de droit. Des erreurs d'application présumées peuvent être des erreurs de droit ou des erreurs de fait ou encore des erreurs mixtes de droit et de fait. Nous ne pouvons examiner que les erreurs d'application présumées qui sont des erreurs de droit.

The majority went on to examine the three types of impugned transactions in order to determine whether or not the Commission had erred in finding a breach of s. 67 of the Act and no breach of s. 68.

A. The Drilling Results and Share Options Transactions

Lambert J.A. determined that the Commission's findings were predicated on a finding that drilling results could be a "material change" within the meaning of s. 67 of the Act. He distinguished between s. 67, a reporting provision dealing with a material change and s. 68, a prohibitory provision dealing with material facts. Drilling reports, he said, are capable of being material facts. However, information obtained from those reports does not constitute a material change as that term is defined in the Act. Lambert J.A. explained this conclusion as follows, at p. 268:

In my opinion, geological information of the nature obtained on a continuing basis as a result of a planned drilling program does not constitute a change in the business, the operations, the assets, or the ownership of the issuer, no matter what information is obtained from the drilling results. Such information may constitute a basis for a perception that there has been a change in the value of an asset. But that is a far different thing than a change in an asset.

Having determined that the Commission erred in its interpretation of "material change", the majority of the Court of Appeal held that all the conclusions of the Commission with respect to the drilling results and options transactions were flawed and could not stand.

Having made the distinction between material facts and material changes, the majority of the Court of Appeal further held that s. 67 does not impose a duty to inquire into material facts prior to engaging in securities transactions. Lambert J.A. stated the following at p. 279:

La cour à la majorité a ensuite examiné les trois types d'opérations contestées pour déterminer si la Commission avait commis une erreur en concluant qu'il y avait eu violation de l'art. 67 mais non de l'art. 68 de la Loi.

A. Les résultats de forage et les options d'achat d'actions

b Le juge Lambert a affirmé que la Commission avait fondé ses conclusions sur la prémissse que les résultats de forage pouvaient constituer «un changement important» au sens de l'art. 67 de la Loi. Il a établi une distinction entre l'art. 67, portant sur la divulgation d'un changement important, et l'art. 68, portant sur une interdiction reliée à des faits importants. À son avis, les rapports de forage peuvent constituer des faits importants. Cependant, les renseignements tirés de ces rapports ne constituent pas un changement important au sens de la définition de la Loi. Le juge Lambert explique cette conclusion en ces termes, à la p. 268:

e [TRADUCTION] À mon avis, les renseignements géologiques obtenus de façon continue dans le cadre d'un programme de forage planifié ne constituent pas un changement dans les activités commerciales, l'exploitation, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur, quels que soient les renseignements tirés des résultats de forage. On peut se fonder sur ces renseignements pour affirmer qu'il s'est produit un changement dans la valeur d'un élément d'actif. Cependant, c'est loin d'être la même chose qu'un changement dans un élément d'actif.

g *h* Après avoir conclu que la Commission avait commis une erreur dans son interprétation de l'expression «changement important», la Cour d'appel à la majorité a statué que toutes les conclusions de la Commission relativement aux résultats de forage et aux options d'achat d'actions étaient entachées d'erreur et ne pouvaient être confirmées.

i Une fois établie la distinction entre les faits importants et les changements importants, la Cour d'appel à la majorité a ensuite conclu que l'art. 67 n'imposait pas une obligation d'examiner les faits importants avant de procéder à des opérations sur valeurs mobilières. Le juge Lambert a affirmé, à la p. 279:

There is a duty to disclose material facts that are known. There is a duty to disclose material changes in the business, operations, assets or ownership of the issuer, and perhaps to make enquiries about whether there are such material changes if it should happen that they are not known. But there is no duty to enquire about material facts, and to find them out, and not to engage in securities transactions if there are any material facts that could have been found out. Section 68(2) [since repealed] specifically contemplates that there is no such duty.

B. *The Private Placement*

For reasons of convenience, I reproduce below the Commission's two findings with respect to the private placement:

[The Commission] . . . found that Calpine's disclosure of the private placement on July 14 was not in compliance with section 67 of the Act because it failed to disclose that Prime was the placee and what effect the private placement would have on the control of Calpine.

[The Commission] . . . also found that Calpine misled the Exchange [VSE] on July 17 by representing that the private placement was to be brokered by Prime Equities, and that Page falsely certified to the Exchange on August 18 that there were no material changes in the affairs of Calpine that had not been publicly disclosed.

With respect to the first finding, the majority found no error of law on the part of the Commission, holding that the effect of the private placement constituted a material change in the affairs of Calpine in the form of a change of ownership which could reasonably be expected to have a significant effect on the market price or on the value of the common shares of Calpine.

The majority also held that the Commission did not err in law in its conclusion in the first part of the second finding that Calpine ought to have disclosed that Prime was to be the placee, although Lambert J.A. at p. 273 thought that to say that

[TRADUCTION] Il existe une obligation de divulguer des faits importants connus. Il existe une obligation de divulguer des changements importants dans les activités commerciales, l'exploitation, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur, peut-être même de s'enquérir de tels changements dans le cas où ils ne sont pas connus. Cependant, il n'existe aucune obligation de s'enquérir de faits importants, ni de les découvrir, ni de s'abstenir de faire des opérations sur valeurs mobilières s'il existe des faits importants qui auraient pu être découverts. Le paragraphe 68(2) [abrogé depuis] précise explicitement que cette obligation n'existe pas.

B. *Le placement privé*

Par souci de commodité, je reproduis les deux conclusions de la Commission relativement au placement privé:

[TRADUCTION] [La Commission] [.] a conclu que la divulgation que Calpine avait faite de l'existence du placement privé le 14 juillet n'était pas conforme à l'article 67 de la Loi puisqu'elle ne précisait pas que Prime était l'acheteur ni quel allait être l'effet de ce placement privé sur le contrôle de Calpine.

[La Commission] [.] a aussi conclu que, le 17 juillet, Calpine avait induit la Bourse en erreur lorsqu'elle l'a avisée que le placement privé devait être effectué par l'intermédiaire de Prime Equities et que, le 18 août 1989, Page avait faussement attesté à la Bourse qu'il n'était pas survenu dans les affaires de Calpine de changements importants qui n'avaient pas été divulgués au public.

Relativement à la première conclusion, la Cour d'appel à la majorité a statué que la Commission n'avait pas commis d'erreur de droit puisque l'effet du placement privé constituait un changement important dans les affaires de Calpine, soit un changement dans la propriété, duquel on pouvait raisonnablement s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des actions ordinaires de Calpine.

La cour à la majorité a aussi conclu que la Commission n'avait pas commis d'erreur de droit relativement à la première partie de la deuxième conclusion, c'est-à-dire que Calpine aurait dû divulguer que Prime devait être l'acheteur; cependant, selon le juge Lambert, à la p. 273, dire que

Calpine "misled the [VSE]" was a "somewhat harsh way of describing the filing".

The majority did, however, overturn the second part of the second finding. According to Lambert J.A., the Commission's conclusion was flawed by the error in law encompassed by regarding the undisclosed assays as constituting material changes in the affairs of Calpine.

C. The ALC Withdrawal

Once again, the majority held that the Commission's finding was flawed by the error of law in misinterpreting the definition of "material change". According to Lambert J.A., the oral statements by Brown, Canarim's chairperson, that his company did not consider itself bound to take four million units but only three million units, did not amount to a default of the GAA, and thus it could not be said that there was a change in the "business, operations, assets or ownership of the issuer" under s. 67 of the Act. He was also of the view that the telephone calls and meetings relating to the negotiations did not amount to a material change. Lambert J.A. stated that it may well have been counterproductive for the respondents to issue a press release during the difficult and delicate negotiations and thus may not have been in the public interest.

D. The Orders

With respect to s. 144 of the Act, the majority of the Court of Appeal held that the words "in the public interest" limit the range of orders that may be made by the Commission under that provision. It continued as follows at p. 281:

If there is no rational link between the conduct of the person in question and the order made by the commission, or if that rational link is not a rational link for which the justification rests on the public interest, then such an order of the commission would be outside the commission's powers under s. 144(1).

Calpine «avait induit la Bourse en erreur» constituait une façon [TRADUCTION] «un peu sévère de décrire la situation».

^a Cependant, la Cour d'appel à la majorité a infirmé la seconde partie de la seconde conclusion. Selon le juge Lambert, la conclusion de la Commission était viciée par l'erreur de droit que constituait le fait d'avoir considéré que les résultats de titrage non divulgués constituaient des changements importants dans les affaires de Calpine.

C. Le retrait d'ALC

^c De nouveau, la Cour d'appel à la majorité a jugé que la conclusion de la Commission était viciée par l'erreur de droit que constituait le fait d'avoir mal interprété la définition de l'expression «changement important». Selon le juge Lambert, Brown, président de Canarim, n'avait pas contrevenu à l'entente en déclarant que sa société ne s'estimait pas tenue d'acquérir quatre millions d'unités, mais seulement trois; on ne pouvait en conséquence affirmer qu'il était survenu un changement «dans [les] activités commerciales, [l']exploitation, [les] éléments d'actif ou [la] propriété» de l'émetteur au sens de l'art. 67 de la Loi. Le juge a aussi affirmé que les appels téléphoniques et les séances de négociations ne constituaient pas un changement important. Le juge Lambert a affirmé qu'il aurait peut-être été inefficace pour les intimés de publier un communiqué pendant les négociations difficiles et délicates et que cela n'aurait peut-être pas été dans l'intérêt public.

D. Les ordonnances

^h En ce qui concerne l'art. 144 de la Loi, la Cour d'appel à la majorité a conclu que l'expression «dans l'intérêt public» restreint la gamme des ordonnances susceptibles d'être rendues par la Commission en vertu de cette disposition. Elle affirme, à la p. 281:

[TRADUCTION] S'il n'existe pas de lien rationnel entre la conduite de la personne en question et l'ordonnance rendue par la commission, ou encore si ce lien rationnel n'en est pas un dont la justification repose sur l'intérêt public, la commission se trouve alors à excéder les pouvoirs que lui confère le par. 144(1).

Lambert J.A. then seemed to hold that there was no link between the order made in this case and the respondents' conduct since the order that was chosen was made in respect of personal trading. Lambert J.A. did not pursue this argument given his findings that the Commission had erred in law in finding a breach of the Act. Accordingly, the majority held that the Commission's orders under s. 144 could not stand.

Le juge Lambert semble ensuite avoir déterminé qu'il n'existant pas de lien entre l'ordonnance prononcée et la conduite des intimés puisque l'ordonnance visait des opérations personnelles. Il n'a pas poursuivi l'examen de cet argument puisqu'il avait conclu que la Commission avait commis une erreur de droit en concluant qu'il y avait eu violation de la Loi. La Cour d'appel à la majorité a en conséquence affirmé qu'il n'y avait pas lieu de maintenir les ordonnances rendues par la Commission en vertu de l'art. 144.

On the issue of costs, the respondents argued that, because the Act requires the Commission to fund its own activities, there was a reasonable apprehension of bias with respect to the order that they pay two-thirds of the costs of the hearing. The majority rejected this argument stating that it was not the appropriate time in the proceedings to raise such an argument. The fact that the Commission was required to be self-funding did not impact on the legality of its order. Nevertheless, the majority ordered that the order of the Commission be set aside and that the respondents pay one tenth of the Commission's costs of the investigation. Disputes relating to costs were to be brought back to the Court of Appeal.

Relativement à la question des dépens, les intimés ont allégué que, vu que la Loi exige de la Commission qu'elle finance ses propres activités, l'ordonnance exigeant d'eux qu'ils paient les deux tiers des dépens soulevait une crainte raisonnable de partialité. La cour à la majorité a rejeté cet argument et précisé que ce n'était pas le moment opportun de soulever un tel argument. Le fait que la Commission est tenue de s'autofinancer n'a aucune incidence sur la légalité de l'ordonnance. Néanmoins, la cour à la majorité a ordonné que l'ordonnance de la Commission soit annulée et que les intimés paient un dixième des coûts d'enquête de la Commission. Tout litige concernant les dépens devait être soumis de nouveau à la Cour d'appel.

Locke J.A., dissenting

In most comprehensive reasons, Locke J.A. began by stating that the appeal was being heard under a general appellate provision and not as an application for judicial review under a particular statute. He then reviewed several cases dealing with the purpose and characteristics of securities commissions and concluded at p. 300 that "[i]n the case of appeals from specialized tribunals . . . an appellate court should be slow to interfere unless the tribunal is shown to be clearly wrong either on fact or law".

Le juge Locke, dissident

Dans des motifs fort exhaustifs, le juge Locke a tout d'abord affirmé qu'il s'agissait d'un appel entendu en vertu d'une disposition générale, et non d'une demande de contrôle judiciaire en vertu d'une loi particulière. Il a ensuite examiné plusieurs décisions portant sur l'objet et les caractéristiques des commissions des valeurs mobilières et, à la p. 300, il est arrivé à la conclusion que [TRADUCTION] «[d]ans le cas d'appels à l'encontre de décisions de tribunaux spécialisés . . . une cour d'appel devrait hésiter à intervenir sauf si le tribunal a de toute évidence commis une erreur de fait ou de droit».

Locke J.A. went on to examine the three types of impugned transactions as identified in the facts.

A. *The Drilling Results and Share Options Transactions*

In interpreting the disclosure requirements of s. 67 of the Act, Locke J.A. rejected the narrow approach advocated by the respondents. He held, at p. 308, that "information per se is capable of being an 'asset' within the meaning of the Act". This interpretation of the Act, according to Locke J.A. at p. 309, is consistent with its aims, which include "prevent[ing] high-pressure sales tactics, seeing that disclosure is complete, and ensuring that all individuals are informed before actually entering into a securities transaction". Locke J.A. then reviewed the drilling results as well as their potential effect. He held that the information found in these results could indeed be interpreted as a material change in the assets of the company within the meaning of the Act.

Noting that the Act is not penal legislation but rather is regulatory in scope, Locke J.A. would have interpreted its provisions as advocated by the appellants. He concluded at p. 315 that there was "overwhelming evidence to support each finding of the commission" and would not tamper with them.

Le juge Locke a ensuite examiné les trois types d'opérations attaquées mentionnés dans les faits.

A. *Les résultats de forage et les options d'achat d'actions*

Pour ce qui est de l'interprétation des exigences en matière de divulgation prévues à l'art. 67 de la Loi, le juge Locke a rejeté la démarche restrictive préconisée par les intimés. Il a conclu, à la p. 308, que [TRADUCTION] «des renseignements peuvent en soi constituer «un élément d'actif» au sens de la Loi». D'après le juge Locke, à la p. 309, cette interprétation de la Loi est compatible avec ses objets, notamment: [TRADUCTION] «empêcher le recours à des tactiques de vente sous pression, veiller à ce que la divulgation soit complète et s'assurer que toute personne soit informée avant de procéder à des opérations sur valeurs mobilières». Le juge Locke a ensuite examiné les résultats de forage et leur incidence possible. Il a conclu que ces résultats pouvaient en fait être interprétés comme un changement important dans les éléments d'actif de la société au sens de la Loi.

Après avoir fait remarquer que la Loi n'est pas une loi à caractère pénal, mais de nature réglementaire, le juge Locke a dit qu'il l'aurait interprétée de la façon préconisée par les appellants. Il a conclu, à la p. 315, qu'il existait [TRADUCTION] «de nombreux éléments de preuve à l'appui de chacune des conclusions de la commission» et qu'il ne les modifierait pas.

B. *The Private Placement*

After reviewing the facts surrounding the private placement, Locke J.A again concluded that there was ample evidence to support the Commission's findings and that there was no basis for interfering with them.

C. *The ALC Withdrawal*

Locke J.A. reviewed the facts and the findings relating to the ALC matter, and concluded, at p. 329, that there was "no justifiable reason" for the

B. *Le placement privé*

Après avoir examiné les faits entourant le placement privé, le juge Locke a de nouveau conclu qu'il y avait de nombreux éléments de preuve à l'appui des conclusions de la Commission et que rien ne justifiait de les modifier.

C. *Le retrait d'ALC*

Le juge Locke a examiné les faits et les conclusions se rapportant au retrait d'ALC et il a statué, à la p. 329, qu'il n'existe pas [TRADUCTION] «pas de

respondents' delay in informing the public of the default. He added, at p. 329, that Ivany's natural reluctance to inform the public as well as his hopes to remedy the situation "constitute[d] no legal excuse for withholding the information".

D. The Orders

With respect to the orders handed down by the Commission, Locke J.A. stated, at p. 339, that the appropriateness of a penalty is a matter for a commission to decide and that a court should not interfere unless it is clear that "there is such an injustice as indicates a legal error". Locke J.A. found no such error.

On the issue of costs, Locke J.A. rejected the respondents' argument that there was an apprehension of bias. He also did not disturb the proportion of the costs (two thirds) which the respondents were ordered to pay. Locke J.A. did have concerns, however, regarding the compilation of the "expenses" charged as costs to the appellants under s. 154.2. However, as he pointed out at p. 344, his concerns relate to a matter "for legislators and not judges".

IV. Issues

Although the parties to this appeal have made specific allegations of error on the part of the Commission and of the Court of Appeal, the issues can be reduced to the following two questions:

1. What is the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of interpretation?
2. In the case at bar, did the British Columbia Court of Appeal exercise the appropriate standard of review?

raison permettant de justifier» pourquoi les intimés avaient tardé à informer le public du retrait d'ALC. Il a ajouté, à la p. 329, que l'hésitation naturelle d'Ivany à informer le public et l'espoir qu'il avait de remédier à la situation [TRADUCTION] «ne constitu[ai]ent pas en droit une excuse pour dissimuler les renseignements».

b. D. Les ordonnances

Relativement aux ordonnances rendues par la Commission, le juge Locke a affirmé, à la p. 339, qu'il appartient à une commission de décider du caractère approprié d'une peine et qu'une cour de justice ne devrait pas intervenir sauf s'il est évident qu'une [TRADUCTION] «injustice équivalant à une erreur de droit a été commise». Il n'a pas conclu à l'existence d'une telle erreur.

Sur la question des dépens, le juge Locke a rejeté l'argument des intimés qu'il existait une crainte de partialité. Il n'a pas non plus modifié la proportion des dépens (deux tiers) que la Commission avait ordonné aux intimés de payer. Cependant, il a précisé qu'il était préoccupé par la question des «dépenses» imputées comme coûts aux appellants en vertu de l'art. 154.2. Cependant, comme il l'a fait remarquer, à la p. 344, ce sont des préoccupations qui relèvent [TRADUCTION] «des législateurs et non des juges».

g. IV. Les questions en litige

Les parties ont fait des allégations précises d'erreurs que la Commission et la Cour d'appel auraient commises; cependant, les points soulevés se ramènent aux deux questions suivantes:

1. Quelle est la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une question d'interprétation?
2. En l'espèce, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a-t-elle appliqué la norme de contrôle appropriée?

V. Analysis

1. What is the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of interpretation?

In order to answer this first question, I should like to discuss a number of factors and principles which come into play.

A. The Nature of the Statute

It is important to note from the outset that the Act is regulatory in nature. In fact, it is part of a much larger framework which regulates the securities industry throughout Canada. Its primary goal is the protection of the investor but other goals include capital market efficiency and ensuring public confidence in the system: David L. Johnston, *Canadian Securities Regulation* (1977), at p. 1.

Within this large framework of securities regulation, there are various government administrative agencies which are responsible for the securities legislation within their respective jurisdictions. The Commission is one such agency. Also within this large framework are self-regulatory organizations which possess the power to admit and discipline members and issuers. The VSE falls under this head. Having regard to this rather elaborate framework, it is not surprising that securities regulation is a highly specialized activity which requires specific knowledge and expertise in what have become complex and essential capital and financial markets.

B. Principles of Judicial Review

From the outset, it is important to set forth certain principles of judicial review. There exist various standards of review with respect to the myriad of administrative agencies that exist in our country. The central question in ascertaining the standard of review is to determine the legislative intent in conferring jurisdiction on the administrative tri-

V. Analyse

1. Quelle est la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une question d'interprétation?

Pour répondre à la première question, j'examinerai certains facteurs et principes pertinents.

A. Nature de la loi

Il importe tout d'abord de faire remarquer que la Loi est une loi de nature réglementaire. En fait, elle s'inscrit dans le cadre d'un régime de réglementation beaucoup plus vaste de l'industrie des valeurs mobilières au Canada. Elle vise avant tout à protéger l'investisseur, mais aussi à assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système: David L. Johnston, *Canadian Securities Regulation* (1977), à la p. 1.

À l'intérieur de ce grand régime de réglementation des valeurs mobilières, il existe divers organismes gouvernementaux responsables de l'application des lois sur les valeurs mobilières dans leur ressort respectif. C'est la fonction de la Commission. Il y a également des organismes autonomes qui possèdent le pouvoir d'inscrire des membres et des émetteurs et d'assurer la discipline. C'est le rôle de la Bourse. Compte tenu de cette toile de fond plutôt compliquée, il n'est pas étonnant que la réglementation des valeurs mobilières soit une activité fort spécialisée qui exige des connaissances et une expertise particulières du domaine complexe et essentiel des marchés financiers.

B. Principes de contrôle judiciaire

Il importe tout d'abord de formuler certains principes en matière de contrôle judiciaire. Il existe diverses normes de contrôle applicables à la myriade d'organismes administratifs qui existent au Canada. Dans l'examen de la norme de contrôle applicable, il faut avant tout déterminer quelle était l'intention du législateur lorsqu'il a conféré com-

bunal. In answering this question, the courts have looked at various factors. Included in the analysis is an examination of the tribunal's role or function. Also crucial is whether or not the agency's decisions are protected by a privative clause. Finally, of fundamental importance, is whether or not the question goes to the jurisdiction of the tribunal involved.

b Having regard to the large number of factors relevant in determining the applicable standard of review, the courts have developed a spectrum that ranges from the standard of reasonableness to that of correctness. Courts have also enunciated a principle of deference that applies not just to the facts as found by the tribunal, but also to the legal questions before the tribunal in the light of its role and expertise. At the reasonableness end of the spectrum, where deference is at its highest, are those cases where a tribunal protected by a true privative clause, is deciding a matter within its jurisdiction and where there is no statutory right of appeal. See *Canadian Union of Public Employees, Local 963 v. New Brunswick Liquor Corp.*, [1979] 2 S.C.R. 227; *U.E.S., Local 298 v. Bibeault*, [1988] 2 S.C.R. 1048, at p. 1089 (*Bibeault*), and *Domtar Inc. v. Quebec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 S.C.R. 756.

i At the correctness end of the spectrum, where deference in terms of legal questions is at its lowest, are those cases where the issues concern the interpretation of a provision limiting the tribunal's jurisdiction (jurisdictional error) or where there is a statutory right of appeal which allows the reviewing court to substitute its opinion for that of the tribunal and where the tribunal has no greater expertise than the court on the issue in question, as for example in the area of human rights. See for example *Zurich Insurance Co. v. Ontario (Human Rights Commission)*, [1992] 2 S.C.R. 321; *Canada (Attorney General) v. Mossop*, [1993] 1 S.C.R.

a compétence au tribunal administratif. Pour répondre à cette question, les tribunaux ont examiné divers facteurs, dont le rôle ou la fonction du tribunal. Il est également essentiel de savoir si les décisions de l'organisme sont protégées par une clause privative. Enfin, il est d'une importance fondamentale de savoir si la question touche la compétence du tribunal concerné.

b

c Compte tenu du grand nombre de facteurs pertinents pour la détermination de la norme de contrôle applicable, les tribunaux ont élaboré toute une gamme de normes allant de celle de la décision manifestement déraisonnable à celle de la décision correcte. Les tribunaux ont également formulé un principe de retenue judiciaire qui s'applique à l'égard non seulement des faits constatés par le tribunal, mais aussi des questions de droit dont le tribunal est saisi en raison de son rôle et de son expertise. Pour ce qui est des décisions manifestement déraisonnables, qui appellent la plus grande retenue, ce sont les cas où un tribunal protégé par une véritable clause privative rend une décision relevant de sa compétence et où il n'existe aucun droit d'appel prévu par la loi. Voir les arrêts *Le Syndicat canadien de la Fonction publique, section locale 963 c. La Société des alcools du Nouveau-Brunswick*, [1979] 2 R.C.S. 227; *U.E.S., local 298 c. Bibeault*, [1988] 2 R.C.S. 1048, à la p. 1089 (*Bibeault*), et *Domtar Inc. c. Québec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 R.C.S. 756.

d

e f g h i j Quand aux décisions correctes où l'on est tenu à une moins grande retenue relativement aux questions juridiques, ce sont les cas où les questions en litige portent sur l'interprétation d'une disposition limitant la compétence du tribunal (erreur dans l'exercice de la compétence) ou encore les cas où la loi prévoit un droit d'appel qui permet au tribunal siégeant en révision de substituer son opinion à celle du tribunal, et où le tribunal ne possède pas une expertise plus grande que la cour de justice sur la question soulevée, par exemple dans le domaine des droits de la personne. Voir les arrêts *Zurich Insurance Co. c. Ontario (Commission des droits de la personne)*, [1992] 2 R.C.S. 321; *Canada*

554, and *University of British Columbia v. Berg*, [1993] 2 S.C.R. 353.

The case at bar falls between these two extremes. On one hand, we are dealing with a statutory right of appeal pursuant to s. 149 of the Act. On the other hand, we are dealing with an appeal from a highly specialized tribunal on an issue which arguably goes to the core of its regulatory mandate and expertise.

This Court's decision in *Bell Canada v. Canada (Canadian Radio-Television and Telecommunications Commission)*, [1989] 1 S.C.R. 1722 (*Bell Canada*), is particularly helpful in deciding the present case as it dealt with a statutory right of appeal rather than an application for judicial review. Gonthier J., writing for this Court, stated the following at pp. 1745-46:

It is trite to say that the jurisdiction of a court on appeal is much broader than the jurisdiction of a court on judicial review. In principle, a court is entitled, on appeal, to disagree with the reasoning of the lower tribunal.

However, within the context of a statutory appeal from an administrative tribunal, additional consideration must be given to the principle of specialization of duties. Although an appeal tribunal has the right to disagree with the lower tribunal on issues which fall within the scope of the statutory appeal, curial deference should be given to the opinion of the lower tribunal on issues which fall squarely within its area of expertise. [Emphasis added.]

Consequently, even where there is no privative clause and where there is a statutory right of appeal, the concept of the specialization of duties requires that deference be shown to decisions of specialized tribunals on matters which fall squarely within the tribunal's expertise. This point was reaffirmed in *United Brotherhood of Carpenters and Joiners of America, Local 579 v. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 S.C.R. 316 (*Bradco*), where Sopinka J., writing for the majority, stated the following at p. 335:

(Procureur général) c. *Mossop*, [1993] 1 R.C.S. 554, et *Université de la Colombie-Britannique c. Berg*, [1993] 2 R.C.S. 353.

Le présent pourvoi se situe entre ces deux extrêmes. D'une part, il existe en l'espèce un droit d'appel conformément à l'art. 149 de la Loi. D'autre part, il s'agit d'un appel contre la décision d'un tribunal très spécialisé sur une question qui, peut-on soutenir, touche directement le mandat et l'expertise que lui confère le texte réglementaire.

L'arrêt de notre Cour *Bell Canada c. Canada (Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes)*, [1989] 1 R.C.S. 1722 (*Bell Canada*), est tout particulièrement utile en l'espèce puisqu'il portait sur un droit d'appel prévu par la loi plutôt que sur une demande de contrôle judiciaire. Le juge Gonthier, s'exprimant au nom de notre Cour, affirme, aux pp. 1745 et 1746:

Il va de soi que la compétence d'un tribunal saisi d'un appel est beaucoup plus large que celle d'un tribunal qui exerce un contrôle judiciaire. En principe, le tribunal saisi d'un appel a le droit d'exprimer son désaccord avec le raisonnement du tribunal d'instance inférieure.

Toutefois, dans le contexte d'un appel prévu par la loi d'une décision d'un tribunal administratif, il faut de plus tenir compte du principe de la spécialisation des fonctions. Bien qu'un tribunal d'appel puisse être en désaccord avec le tribunal d'instance inférieure sur des questions qui relèvent du pouvoir d'appel prévu par la loi, les tribunaux devraient faire preuve de retenue envers l'opinion du tribunal d'instance inférieure sur des questions qui relèvent parfaitement de son champ d'expertise. [Je souligne.]

Par conséquent, même lorsqu'il n'existe pas de clause privative et que la loi prévoit un droit d'appel, le concept de la spécialisation des fonctions exige des cours de justice qu'elles fassent preuve de retenue envers l'opinion du tribunal spécialisé sur des questions qui relèvent directement de son champ d'expertise. Ce point a été confirmé dans l'arrêt *Fraternité unie des charpentiers et menuisiers d'Amérique, section locale 579 c. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 R.C.S. 316 (*Bradco*), dans lequel le juge Sopinka, s'exprimant au nom de la majorité, affirme, à la p. 335:

... the expertise of the tribunal is of the utmost importance in determining the intention of the legislator with respect to the degree of deference to be shown to a tribunal's decision in the absence of a full privative clause. Even where the tribunal's enabling statute provides explicitly for appellate review, as was the case in *Bell Canada, supra*, it has been stressed that deference should be shown by the appellate tribunal to the opinions of the specialized lower tribunal on matters squarely within its jurisdiction.

On the other side of the coin, a lack of relative expertise on the part of the tribunal *vis-à-vis* the particular issue before it as compared with the reviewing court is a ground for a refusal of deference.

In my view, the pragmatic or functional approach articulated in *Bibeault* is also helpful in determining the standard of review applicable in this case. At page 1088 of that decision, Beetz J., writing for the Court, stated the following:

... the Court examines not only the wording of the enactment conferring jurisdiction on the administrative tribunal, but the purpose of the statute creating the tribunal, the reason for its existence, the area of expertise of its members and the nature of the problem before the tribunal.

As already mentioned, the primary goal of securities legislation is the protection of the investing public. The importance of that goal in assessing the decisions of securities commissions has been recognized by this Court in *Brosseau v. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 S.C.R. 301 (*Brosseau*), where L'Heureux-Dubé J., writing for the Court, stated the following at p. 314:

Securities acts in general can be said to be aimed at regulating the market and protecting the general public. This role was recognized by this Court in *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*, [1961] S.C.R. 584, where Fauteux J. observed at p. 588:

The paramount object of the Act is to ensure that persons who, in the province, carry on the business of trading in securities or acting as investment counsel, shall be honest and of good repute and, in this way, to

... son expertise [du tribunal] est de la plus haute importance pour ce qui est de déterminer l'intention du législateur quant au degré de retenue dont il faut faire preuve à l'égard de la décision d'un tribunal en l'absence d'une clause privative intégrale. Même lorsque la loi habilitante du tribunal prévoit expressément l'examen par voie d'appel, comme c'était le cas dans l'affaire *Bell Canada*, précitée, on a souligné qu'il y avait lieu pour le tribunal d'appel de faire preuve de retenue envers les opinions que le tribunal spécialisé de juridiction inférieure avait exprimées sur des questions relevant directement de sa compétence.

Par contre, lorsque, comparativement au tribunal d'examen, le tribunal administratif manque d'expertise relative en ce qui concerne la question dont il a été saisi, cela justifie de ne pas faire preuve de retenue.

À mon avis, l'analyse pragmatique ou fonctionnelle formulée dans l'arrêt *Bibeault* est également utile à la détermination de la norme de contrôle applicable en l'espèce. À la page 1088 de cet arrêt, le juge Beetz, s'exprimant au nom de la Cour, affirme:

... la Cour examine non seulement le libellé de la disposition législative qui confère la compétence au tribunal administratif, mais également l'objet de la loi qui crée le tribunal, la raison d'être de ce tribunal, le domaine d'expertise de ses membres, et la nature du problème soumis au tribunal.

Comme je l'ai déjà mentionné, les lois sur les valeurs mobilières visent avant tout à protéger le public investisseur. Dans l'arrêt *Brosseau c. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 R.C.S. 301 (*Brosseau*), notre Cour a reconnu l'importance de cet objectif lorsqu'il faut procéder à l'examen de décisions prises par des commissions des valeurs mobilières; le juge L'Heureux-Dubé, s'exprimant au nom de notre Cour, dit, à la p. 314:

D'une manière générale, on peut dire que les lois sur les valeurs mobilières visent à réglementer le marché et à protéger le public. Cette Cour a reconnu ce rôle dans l'arrêt *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*, [1961] R.C.S. 584, dans lequel le juge Fauteux a fait remarquer à la p. 588:

[TRADUCTION] L'objet prépondérant de la loi est d'assurer que les personnes qui, dans la province, exercent le commerce des valeurs mobilières ou qui agissent comme conseillers en placement, sont hon-

protect the public, in the province or elsewhere, from being defrauded as a result of certain activities initiated in the province by persons therein carrying on such a business.

This protective role, common to all securities commissions, gives a special character to such bodies which must be recognized when assessing the way in which their functions are carried out under their Acts.

In *National Corn Growers Assn. v. Canada (Import Tribunal)*, [1990] 2 S.C.R. 1324, Wilson J., in a concurring judgment, referred at p. 1336 to financial markets as a field where specialized tribunals have an important role to play:

Canadian courts have struggled over time to move away from the picture that Dicey painted toward a more sophisticated understanding of the role of administrative tribunals in the modern Canadian state. Part of this process has involved a growing recognition on the part of courts that they may simply not be as well equipped as administrative tribunals or agencies to deal with issues which Parliament has chosen to regulate through bodies exercising delegated power, e.g., labour relations, telecommunications, financial markets and international economic relations. Careful management of these sectors often requires the use of experts who have accumulated years of experience and a specialized understanding of the activities they supervise.

Courts have also come to accept that they may not be as well qualified as a given agency to provide interpretations of that agency's constitutive statute that make sense given the broad policy context within which that agency must work. [Emphasis added.]

The breadth of the Commission's expertise and specialisation is reflected in the provisions of the Act. Section 4 of the Act identifies the Commission as being responsible for the administration of the Act. The Commission also has broad powers with respect to investigations, audits, hearings and orders. Section 144.2 provides that any decision of the Commission filed in the Registry of the

nêtes et de bonne réputation et, ainsi, de protéger le public, dans la province ou ailleurs, contre toute fraude consécutive à certaines activités amorcées dans la province par des personnes qui y exercent ce commerce.

a Ce rôle protecteur, qui est commun à toutes les commissions des valeurs mobilières, donne à ces organismes un caractère particulier qui doit être reconnu lorsqu'on examine la manière dont leurs fonctions sont exercées *b* aux termes des lois qui leur sont applicables.

c Dans l'arrêt *National Corn Growers Assn. c. Canada (Tribunal des importations)*, [1990] 2 R.C.S. 1324, le juge Wilson, dans des motifs concordants, affirme, à la p. 1336, que les marchés financiers constituent un domaine où les tribunaux spécialisés ont un rôle important à jouer:

d Les tribunaux judiciaires canadiens se sont efforcés au fil des ans de se détacher du point de vue de Dicey pour en arriver à une compréhension plus subtile du rôle des tribunaux administratifs dans l'État canadien moderne. C'est là un processus qui s'est traduit notamment par une reconnaissance accrue de la part des cours de justice qu'il se peut qu'elles soient simplement moins en mesure que les tribunaux ou organismes administratifs de statuer dans des domaines que le Parlement a choisi de réglementer par l'intermédiaire d'organismes exerçant un pouvoir délégué, comme, par exemple, les relations de travail, les télécommunications, les *e* marchés financiers et les relations économiques internationales. Une gestion prudente de ces secteurs nécessite souvent le recours à des experts ayant à leur actif des années *f* d'expérience et une connaissance spécialisée des activités qu'ils sont chargés de surveiller.

g Les cours de justice ont également fini par se faire à l'idée qu'elles ne sont peut-être pas aussi bien qualifiées qu'un organisme administratif déterminé pour donner à la loi constitutive de cet organisme des interprétations *h* qui ont du sens compte tenu du contexte des politiques générales dans lequel doit fonctionner cet organisme. [Je souligne.]

i La Loi fait bien ressortir l'étendue de l'expertise et de la spécialisation de la Commission. Son article 4 précise que la Commission est responsable de son application. La Commission possède également de vastes pouvoirs en matière d'enquêtes, de vérifications, d'audiences et d'ordonnances. En vertu de l'art. 144.2, toute décision de la Commission déposée au greffe de la Cour suprême de la

Supreme Court of British Columbia has the force and effect of a decision of that court. Finally, pursuant to s. 153 of the Act, the Commission has the power to revoke or vary any of its decisions. Sections 14 and 144 are of particular importance as they reveal the breadth of the Commission's public interest mandate:

14. (1) The commission may, where it considers it to be in the public interest, make any decision respecting

- (a) a bylaw, rule or other regulatory instrument or policy, or a direction, decision, order or ruling made under a bylaw, rule or other regulatory instrument or policy, of a self regulatory body or stock exchange,
- (b) the procedures or practices of a self regulatory body or stock exchange,
- (c) the manner in which a stock exchange carries on business,
- (d) the trading of securities on or through the facilities of a stock exchange,
- (e) a security listed and posted for trading on a stock exchange, and
- (f) issuers, whose securities are listed and posted for trading on a stock exchange, to ensure that they comply with this Act and the regulations.

(2) A person affected by a decision made by the commission under subsection (1) shall act in accordance with it.

144. (1) Where the commission or the superintendent considers it to be in the public interest, the commission or the superintendent, after a hearing, may order

- (a) that a person comply with or cease contravening, and that the directors and senior officers of the person cause the person to comply with or cease contravening,
- (i) a provision of this Act or the regulations,
- (ii) a decision, whether or not the decision has been filed under section 144.2, or
- (iii) a bylaw, rule, or other regulatory instrument or policy or a direction, decision, order or ruling made under a bylaw, rule or other regulatory instrument or policy of a self regulatory body

Colombie-Britannique est exécutoire comme décision de cette cour. Enfin, conformément à l'art. 153 de la Loi, la Commission a le pouvoir de révoquer ou de modifier ses décisions. Les articles 14 et 144 sont tout particulièrement importants puisqu'ils révèlent l'étendue du mandat de la Commission en matière d'intérêt public:

[TRADUCTION] **14.** (1) La commission peut, lorsqu'elle estime dans l'intérêt public de le faire, rendre une décision concernant:

- a) un règlement administratif, une règle ou un autre instrument ou politique de réglementation, ou une directive, décision ou ordonnance prises en vertu d'un règlement administratif, d'une règle ou d'un autre instrument ou politique de réglementation d'un organisme autonome ou d'une bourse,
- b) les procédures ou les pratiques d'un organisme autonome ou d'une bourse,
- c) le fonctionnement d'une bourse,
- d) les opérations sur valeurs mobilières par l'intermédiaire d'une bourse,
- e) une valeur mobilière officiellement cotée à une bourse,
- f) les émetteurs, dont les valeurs mobilières sont officiellement cotées à la bourse, pour s'assurer qu'ils respectent la présente loi et son règlement d'application.

(2) Toute personne visée par une décision prise par la commission en vertu du par. (1) doit s'y conformer.

144. (1) Lorsqu'ils estiment dans l'intérêt public de le faire, la commission ou le surintendant peuvent, après audition, ordonner

- h) a) qu'une personne se conforme ou cesse de contrevenir, et que les administrateurs et les cadres supérieurs fassent que cette personne se conforme ou cesse de contrevenir:
- i) (i) à une disposition de la présente loi ou de son règlement d'application,
- (ii) à une décision, déposée ou non en vertu d' l'art. 144.2,
- (iii) à un règlement administratif, une règle ou un autre instrument ou politique de réglementation, ou à une directive, décision ou ordonnance prises en vertu d'un règlement adminis-

or stock exchange, as the case may be, which has been recognized by the commission under section 11,

- (b) that
 - (i) all persons
 - (ii) the person or persons named in the order, or
 - (iii) one or more classes of persons
 - b* cease trading in a specified security or in a class of security,
 - (c) that any or all of the exemptions described in any of sections 30 to 32, 55, 58, 80 or 81 do not apply to a person,
 - (d) that a person
 - (i) resign any position that the person holds as a director or officer of an issuer, and
 - d*
 - (ii) is prohibited from becoming or acting as a director or officer of any issuer,
- e*
- (c) qu'une ou l'autre ou l'ensemble des exemptions visées aux articles 30 à 32, 55, 58, 80 ou 81 ne s'applique pas à une personne,
 - (d) qu'une personne
 - (i) démissionne du poste qu'elle occupe comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, et
 - (ii) ne peut plus devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur ou agir à ce titre,
- f*

In reading these powerful provisions, it is clear that it was the legislature's intention to give the Commission a very broad discretion to determine what is in the public's interest. To me, this is an additional basis for judicial deference.

It must also be noted that the definitions in the Act exist in a factual or regulatory context. They are part of the larger regulatory framework discussed above. They are not to be analyzed in isolation but rather in their regulatory context. This is something that requires expertise and thus falls within the jurisdiction of the Commission. This is yet another basis for curial deference.

Finally, it is noteworthy that various courts, including this Court, have shown deference towards the decisions of securities commission: *Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*, [1978] 2 S.C.R. 112; *Brosseau, supra*; *Four Star Mgmt. Ltd. v. B.C. Securities Comm.* (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195 (C.A.), leave

tratif, d'une règle ou d'un autre instrument ou politique de réglementation d'un organisme autonome ou d'une bourse, selon le cas, que la commission a reconnu en vertu de l'article 11,

- b) que
 - (i) toute personne,
 - (ii) toute personne nommée dans l'ordonnance,
 - (iii) une ou plus d'une catégorie de personnes
 - b* cessent de faire des opérations sur une valeur mobilière donnée ou une catégorie de valeurs mobilières,
 - c) qu'une ou l'autre ou l'ensemble des exemptions visées aux articles 30 à 32, 55, 58, 80 ou 81 ne s'applique pas à une personne,
 - d) qu'une personne
 - (i) démissionne du poste qu'elle occupe comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, et
 - (ii) ne peut plus devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur ou agir à ce titre,
- e*
- f) En lisant ces dispositions éloquentes, on se rend compte que la législature avait l'intention de conférer à la Commission un très vaste pouvoir discrétionnaire dans la détermination de ce qui constitue l'intérêt public. À mon avis, il s'agit là d'un motif additionnel de faire preuve de retenue judiciaire.
 - g) On doit aussi se rappeler que les définitions dans la Loi sont présentées dans un contexte de nature factuelle ou réglementaire. Elles font partie de l'ensemble du régime de réglementation qui a déjà été examiné. Elles ne doivent pas être analysées séparément, mais plutôt dans leur contexte de réglementation. Cette analyse nécessite une certaine expertise et relève en conséquence de la compétence de la Commission. C'est là un autre motif de faire preuve de retenue judiciaire.
 - i) Enfin, il est important de faire remarquer que divers tribunaux, y compris notre Cour, ont fait preuve de retenue à l'égard des décisions de commissions des valeurs mobilières: *Pacific Coast Coin Exchange c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, [1978] 2 R.C.S. 112; *Brosseau, précité*; *Four Star Mgmt. Ltd. c. B.C. Securities*

to appeal refused, *sub nom. Williams (Byron Leslie) v. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 S.C.R. xv; and *Gordon Capital Corp. v. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713 (Div. Ct.).

C. The Role of the Commission

Where a tribunal plays a role in policy development, a higher degree of judicial deference is warranted with respect to its interpretation of the law. This was stated by the majority of this Court in *Bradco* at pp. 336-37:

... a distinction can be drawn between arbitrators, appointed on an *ad hoc* basis to decide a particular dispute arising under a collective agreement, and labour relations boards responsible for overseeing the ongoing interpretation of legislation and development of labour relations policy and precedent within a given labour jurisdiction. To the latter, and other similar specialized tribunals responsible for the regulation of a specific industrial or technological sphere, a greater degree of deference is due their interpretation of the law notwithstanding the absence of a privative clause. [Emphasis added.]

In the case at bar, the Commission's primary role is to administer and apply the Act. It also plays a policy development role. Thus, this is an additional basis for deference. However, it is important to note that the Commission's policy-making role is limited. By that I mean that their policies cannot be elevated to the status of law; they are not to be treated as legal pronouncements absent legal authority mandating such treatment.

Thus on precedent, principle and policy, I conclude as a general proposition that the decisions of the Commission, falling within its expertise, warrant judicial deference.

D. The Questions of Law at Issue

As mentioned above, it is also necessary to focus on the specific question of law at issue to determine whether it falls within the tribunal's expertise and whether deference is warranted. The

Comm. (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195 (C.A.), autorisation de pourvoi refusée *sub nom. Williams (Byron Leslie) c. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 R.C.S. xv, et *Gordon Capital Corp. c. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713 (Cour div.).

C. Rôle de la Commission

b Lorsqu'un tribunal participe à l'établissement de politiques, il faut faire preuve d'une plus grande retenue à l'égard de son interprétation de la loi. Telle était l'opinion de notre Cour à la majorité dans l'arrêt *Bradco*, à la p. 337:

d ... on peut faire une distinction entre les arbitres *ad hoc* nommés pour régler un différend particulier découlant d'une convention collective et les commissions des relations de travail chargées de surveiller l'interprétation permanente de textes législatifs et d'établir des politiques et précédents en matière de relations du travail dans un ressort donné. *e* Il faut faire preuve, en ce qui concerne ces commissions et d'autres tribunaux spécialisés chargés de réglementer un domaine industriel ou technologique précis, d'une plus grande retenue à l'égard de leur interprétation de la loi, et ce, malgré l'absence de clause privative. [Je souligne.]

f En l'espèce, la Commission a pour rôle principal d'appliquer la Loi. Elle participe aussi à l'établissement de politiques. C'est donc un autre motif de faire preuve de retenue à l'égard de ses décisions. Cependant, il importe de faire remarquer que la Commission n'a qu'un rôle limité en matière d'établissement de politiques. Je veux dire par là que ses politiques ne peuvent obtenir le statut de lois ni être considérées comme telles en l'absence d'un pouvoir à cet effet prévu dans la loi.

h Compte tenu des précédents, des principes et des politiques, je conclus qu'il faut généralement faire preuve de retenue judiciaire à l'égard des décisions que la Commission rend à l'intérieur de sa sphère de compétence.

D. Questions de droit en litige

Comme je l'ai mentionné, il faut également examiner la question de droit en litige pour déterminer si elle relève de la compétence du tribunal et s'il y a lieu de faire preuve de retenue. En l'espèce, les

specific sections at issue in this case are ss. 67, 144 and 154.2 of the Act.

The decision to make an order and the precise nature of that order, under s. 144, as well as any decision obliging a person to pay the costs of a hearing necessitated by his or her conduct, pursuant to s. 154.2, are clearly within the jurisdiction and expertise of the Commission. The other provision at issue is s. 67 which involves an interpretation of the words "material change" and "as soon as practicable".

Both "material change" and "material fact" are defined in s. 1 of the Act. They are defined in terms of the significance of their impact on the market price or value of the securities of an issuer. The definition of "material fact" is broader than that of "material change"; it encompasses any fact that can "reasonably be expected to significantly affect" the market price or value of the securities of an issuer, and not only changes in the "business, operations, assets or ownership of the issuer" that would reasonably be expected to have such an effect.

The use of these two terms in the Act also reflects the differences in their scope. For example, a prospectus relating to a public distribution of securities must disclose all material facts relating to the issuer: ss. 44(1), 45(2), 49(1) and 50(1). However, the prospectus need be amended only when a material change occurs: ss. 47(1), (2) and 48(1).

Sections 67 and 68 of the Act also reflect the differences between a material change and a material fact. As Victor P. Alboini points out in *Securities Law and Practice*, 2nd ed., vol. 2 (1984), at p. 18-13, "[t]he concept of 'material change' should be distinguished from that of 'material fact'. Undisclosed material facts concerning a reporting issuer may not require timely disclosure

dispositions visées sont les art. 67, 144 et 154.2 de la Loi.

La Commission possède clairement toute la compétence et l'expertise nécessaires lorsqu'il s'agit de rendre une ordonnance et d'en préciser la nature, conformément à l'art. 144, et d'obliger une personne à payer, conformément à l'art. 154.2, les dépens d'une audience à laquelle sa conduite a donné lieu. L'autre disposition en cause est l'art. 67, qui soulève la question de l'interprétation des expressions «changement important» et «dès que possible».

L'article premier de la Loi définit les expressions «changement important» et «fait important». Ces expressions sont définies en fonction de l'importance de l'effet du changement ou du fait sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur. La définition de l'expression «fait important» est plus large que celle de «changement important»; un «fait important» s'entend de tout fait «dont il est raisonnable de s'attendre» qu'il aura «un effet appréciable» sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur, et non seulement des changements «dans [l']exploitation, [l']activité commerciale, [l']propriété» de l'émetteur, dans les cas où il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un tel effet.

L'emploi de ces deux expressions dans la Loi est également une indication qu'elles ont une portée différente. Par exemple, un prospectus visant un placement de valeurs mobilières dans le public doit divulguer tous les faits importants relativement à l'émetteur: par. 44(1), 45(2), 49(1) et 50(1). Cependant, il y a lieu de modifier le prospectus seulement dans les cas où il se produit un changement important: par. 47(1), (2) et 48(1).

Les articles 67 et 68 de la Loi reflètent également les différences qui existent entre un changement important et un fait important. Comme l'indique Victor P. Alboini dans *Securities Law and Practice*, 2^e éd., vol. 2 (1984), à la p. 18-13, [TRA-DUCTION] «[i]l faut établir une distinction entre le «changement important» et le «fait important». Les faits importants non divulgués relativement à

sure . . . although they do restrict trading". Under the timely disclosure provision of the Act, s. 67, only material changes require that a press release be issued and that a report be filed. In contrast, under the insider trading provision, s. 68, a person who is in a special relationship with a reporting issuer is prohibited from buying or selling securities of the issuer when the person knows of either a material change or a material fact which has not been publicly disclosed.

As already mentioned, the present case turns partly on the definition of "material change". Three elements emerge from that definition: the change must be (a) "in relation to the affairs of an issuer", (b) "in the business, operations, assets or ownership of the issuer" and (c) material, i.e., would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of the securities of the issuer. Thus, not all changes are material changes; the latter are set in the context of making sure that issuers keep investors up to date. Consequently, it would seem wholly uncontroversial that the determination of what information should be disclosed is an issue which goes to the heart of the regulatory expertise and mandate of the Commission, i.e., regulating the securities markets in the public's interest.

This case also turns on the meaning of the words "as soon as practicable" in s. 67 of the Act which reveal when a material change should be disclosed to the public. In my view, the timeliness of disclosure also falls within the Commission's regulatory jurisdiction.

In summary, having regard to the nature of the securities industry, the Commission's specialization of duties and policy development role as well as the nature of the problem before the court, con-

un émetteur assujetti ne doivent peut-être pas faire l'objet d'une information occasionnelle [...] même s'ils limitent effectivement les opérations». En vertu de l'art. 67, qui porte sur l'information occasionnelle, seulement les changements importants nécessitent la publication d'un communiqué et le dépôt d'un rapport. Par contre, en vertu de l'art. 68, qui porte sur les opérations d'initiés, il est interdit à quiconque a des rapports particuliers avec un émetteur assujetti et qui est au courant d'un fait important ou d'un changement important qui n'a pas été divulgué au public, d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières de cet émetteur.

Comme je l'ai déjà mentionné, le présent pourvoi porte en partie sur la définition de l'expression «changement important». Trois éléments se dégagent de cette définition: le changement a) «[dans le contexte des affaires d'un émetteur», b) «s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d'actif ou sa propriété» et c) doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de l'émetteur. En conséquence, ce ne sont pas tous les changements qui sont des changements importants; la divulgation des changements importants a pour but de veiller à ce que les émetteurs tiennent les investisseurs au courant. Par conséquent, il semblerait tout à fait incontestable d'affirmer que la détermination des renseignements à divulguer est une question qui touche directement l'expertise et le mandat que la loi confère à la Commission, soit la réglementation du marché des valeurs mobilières dans l'intérêt public.

Le présent pourvoi porte aussi sur l'interprétation de l'expression «dès que possible» à l'art. 67 de la Loi, c'est-à-dire le moment où un changement important doit être divulgué au public. À mon avis, la détermination de cette question relève également de la compétence de la Commission en matière de réglementation.

En résumé, compte tenu de la nature de l'industrie des valeurs mobilières, des fonctions spécialisées de la Commission, de son rôle en matière d'établissement de politiques et de la nature du

siderable deference is warranted in the present case notwithstanding the fact that there is a statutory right of appeal and there is no privative clause.

2. In the case at bar, did the British Columbia Court of Appeal exercise the appropriate standard of review?

A. The Drilling Results and Share Options Transactions

The Commission's conclusion that s. 67 was violated in the context of the share options transactions can be subdivided into two parts. The first element of the conclusion is that undisclosed drilling results can constitute a material change in the affairs of a reporting issuer. Locke J.A. of the Court of Appeal agreed. Lambert J.A., however, writing for the majority of the Court of Appeal, was of a different view. He held at p. 268 that information obtained from assay results cannot constitute a material change:

In my opinion, geological information obtained from observations of visible matter and geological information from drill cores in the form of assay results, or in the form of a properly plotted plan prepared from the results of a number of assays, are all capable of being material facts. Let us assume that the geological information relied upon by the commission constituted material facts in this case. That does not mean that the same geological information constituted material changes. In my opinion, geological information of the nature obtained on a continuing basis as a result of a planned drilling program does not constitute a change in the business, the operations, the assets or the ownership of the issuer, no matter what information is obtained from the drilling results. Such information may constitute a basis for a perception that there has been a change in the value of an asset. But that is a far different thing than a change in an asset. [Emphasis added.]

As already mentioned, the determination of what constitutes a material change for the purposes of general disclosure under s. 67 of the Act is a matter which falls squarely within the regulatory mandate and expertise of the Commission. Consequently, when the majority of the Court of Appeal

problème en cause, il y a lieu de faire preuve en l'espèce d'une grande retenue malgré le droit d'appel prévu par la loi et l'absence d'une clause privative.

2. En l'espèce, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a-t-elle appliqué la norme de contrôle appropriée?

A. Les résultats d'analyse de forage et les options d'achat d'actions

On peut subdiviser en deux la conclusion de la Commission qu'il y a eu violation de l'art. 67 dans le contexte des options d'achat d'actions. Le premier élément de la conclusion est que des résultats de forage non divulgués peuvent constituer un changement important dans les affaires d'un émetteur assujetti. Le juge Locke de la Cour d'appel est de cet avis. Cependant, le juge Lambert, s'exprimant au nom de la majorité, a formulé un avis différent. Il a affirmé, à la p. 268, que les renseignements tirés des résultats de titrage ne peuvent constituer un changement important:

[TRADUCTION] À mon avis, sont tous susceptibles de constituer des faits importants les renseignements géologiques tirés des observations de matière visible et ceux tirés de carottes de forage sous forme de résultats de titrage ou d'un plan soigneusement dressé à partir de divers résultats de titrage. Supposons que les renseignements géologiques utilisés par la commission constituaient des faits importants. Cela ne signifie pas que ces renseignements géologiques constituaient des changements importants. À mon avis, les renseignements géologiques obtenus de façon continue dans le cadre d'un programme de forage planifié ne constituent pas un changement dans les activités commerciales, l'exploitation, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur, quels que soient les renseignements tirés des résultats de forage. On peut se fonder sur ces renseignements pour affirmer qu'il s'est produit un changement dans la valeur d'un élément d'actif. Cependant, c'est loin d'être la même chose qu'un changement dans un élément d'actif. [Je souligne.]

Comme je l'ai mentionné, la détermination de ce qui constitue un changement important pour les fins de divulgation générale en vertu de l'art. 67 de la Loi est une question qui relève directement du mandat et de l'expertise de la Commission en matière de réglementation. Par conséquent, la Cour

rejected the Commission's findings on this matter, it fell into error. Furthermore, the majority's view on this point is, in my opinion, clearly wrong and is inconsistent with the economic and regulatory realities the Act sets out to address. Counsel for the respondents conceded this point, during the hearing of this appeal, and stated that "information from a drilling program can be tantamount to a material change".

In the mining industry, mineral properties are constantly being assessed to determine whether there is a change in the characterization of the property. Thus, from the point of view of investors, new information relating to a mining property (which is an asset) bears significantly on the question of that property's value. Accordingly, I agree with the approach taken by the Commission, namely that a change in assay and drilling results can amount to a material change depending on the circumstances.

George C. Stevens and Stephen D. Wortley, authors of "Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation" (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331, are of the same view. In commenting on the above quoted passage, they stated the following at pp. 336-37:

To the geologist or the mining property valuator, Lambert J.A.'s statement is astonishing. Every mine starts from host rock. Every drill hole leads not merely to a change of perception of the asset: it is a piece in the puzzle that ultimately determines whether the asset is moose pasture or ore. Each new result may change the characterization of the asset from rock, to mineral deposit, to inferred ore, to probable ore and ultimately, with enough holes supported by a feasibility study, to proven ore.

Even more astonishing was the Court's conclusion, without receipt of any evidence, that drilling results

d'appel à la majorité a commis une erreur lorsqu'elle a omis d'examiner s'il y avait lieu de faire preuve de retenue relativement aux conclusions de la Commission sur cette question. En outre, bien qu'il ne soit pas nécessaire que je me prononce sur ce point, j'estime que les conclusions de la Commission étaient correctes et compatibles avec les réalités sur les plans économique et réglementaire dont la Loi veut tenir compte. Au cours de l'audition du pourvoi, l'avocat des intimés a reconnu ce point et a affirmé que [TRADUCTION] «les renseignements obtenus dans le cadre d'un programme de forage peuvent équivaloir à un changement important».

Dans l'industrie minière, on procède à des évaluations constantes des propriétés minières pour déterminer s'il y a eu un changement dans leur caractérisation. Par conséquent, du point de vue des investisseurs, tout nouveau renseignement sur les propriétés minières (un élément d'actif) a une incidence importante sur la question de leur valeur. En conséquence, je suis d'accord avec la conclusion de la Commission qu'un changement dans les résultats de titrage et de forage peut, selon les circonstances, constituer un changement important.

George C. Stevens et Stephen D. Wortley, auteurs de «Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation» (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331, sont du même avis. Relativement au passage que je viens de citer, ils affirment, aux pp. 336 et 337:

[TRADUCTION] Pour le géologue ou l'évaluateur de propriétés minières, l'affirmation du juge Lambert de la Cour d'appel est étonnante. Pour qu'il y ait une mine, il doit y avoir une roche encaissante. Chaque trou de forage n'aboutit pas simplement à un changement dans la façon dont le bien est perçu: c'est un morceau du casse-tête qui permet de déterminer si le bien en question est un pâturage ou s'il renferme du minerai. Chaque nouveau résultat peut changer la caractérisation du bien: roche, dépôt de minerai, réserve de minerai possible, réserve de minerai probable ou, après suffisamment de trous de forage et une étude de faisabilité, réserve de minerai prouvé.

Ce qui est encore plus étonnant est le fait que la cour a conclu, sans aucune preuve à l'appui, que les résultats

would never constitute a change in the operations or assets of an issuer.

Can the Court really suggest that there has not been a change in a company's assets when, following adequate sampling, a discovery is made on a portion of its property that had been previously categorized as having no known mineralization? Surely, given the basic aim of the *Act*—to protect the investing public through full, true and plain disclosure of all material facts relating to securities—one could conclude (as did Mr. Justice Locke, the dissenting judge) that the Commission did not make a “plain and vital mistake” in the application of the words in s. 67 of the *Act* to the facts before it . . .

de forage ne constituerait jamais un changement dans l'exploitation ou les éléments d'actif d'un émetteur.

a

La cour peut-elle vraiment laisser entendre qu'il ne se produit pas de changement dans les éléments d'actif d'une société dans le cas où, après un échantillonnage adéquat, une découverte est faite sur une partie de terrain où, selon la caractérisation antérieure, il n'existe pas de minéralisation? Certes, compte tenu de l'objet fondamental de la Loi — protéger le public investisseur au moyen d'une divulgation complète, fidèle et claire de tous les faits importants se rapportant aux valeurs mobilières —, on pourrait conclure (à l'instar du juge Locke, dissident) que la Commission n'a pas commis une «erreure évidente et fondamentale» lorsqu'elle a appliqué aux faits dont elle était saisie le libellé de l'art. 67 de la Loi . . .

d

Consequently, I am of the view, as found by the Commission and Locke J.A., that the assay results constituted a change with respect to or in the companies' assets and is “material” for the purposes of the *Act*.

Par conséquent, je suis d'avis, comme l'ont affirmé la Commission et le juge Locke de la Cour d'appel, que les résultats de titrage constituaient un changement dans les éléments d'actif de la société ou les concernant et que ce changement est «important» pour les fins de la Loi.

The second element of the Commission's conclusion that s. 67 was violated in the context of the share options transactions is that the obligation to disclose “as soon as practicable” takes on a different meaning when an issuer is about to engage in a securities transaction:

Le deuxième élément de la conclusion de la Commission, selon laquelle il y aurait eu violation de l'art. 67 dans le contexte des options d'achat d'actions est que l'obligation de divulguer «dès que possible» prend un sens tout à fait différent si un émetteur est sur le point de conclure une opération sur valeurs mobilières:

Where an issuer proposes to engage in a securities transaction . . . it must ensure that any undisclosed material change is disclosed before proceeding with the transaction. The words “as soon as practicable” have a different meaning in this context than they might in the absence of the securities transaction.

[TRADUCTION] . . . lorsqu'un émetteur envisage de procéder à une opération sur valeurs mobilières, il doit veiller à ce que soit divulgué préalablement tout changement important qui ne l'a pas encore été. Dans ce contexte, l'expression «dès que possible» a un sens différent de celui qu'elle pourrait avoir en l'absence d'une telle opération.

Senior Management were responsible for managing the affairs of Prime and Calpine and for ensuring that they complied with their obligations under the *Act*. In carrying out this responsibility, Senior Management ought to have made reasonable inquiries, before causing Prime and Calpine to engage in securities transactions, to

Les cadres supérieurs étaient chargés de gérer les affaires de Prime et de Calpine et de veiller à ce que celles-ci se conforment aux obligations de la Loi. Dans l'exercice de cette responsabilité, avant de faire participer Prime et Calpine à une opération sur valeurs mobilières, les cadres supérieurs auraient dû faire une

ensure that all material changes in their affairs had been disclosed.

Considering the importance of the principles involved here, any securities transactions by Prime or Calpine in their own securities warranted inquiries and any reasonable inquiries would have led to any undisclosed material changes that may have existed. [Emphasis added.]

By stating the following at p. 279, the majority of the Court of Appeal appeared to disagree:

... the commission erred in law by interpreting and applying the defined phrase "material change" in s. 67 as if it were equivalent to the phrase "material fact" . . .

As a consequence of that error in law, the commission regarded Prime and Calpine and the senior officers of those issuers as having a duty, before Prime or Calpine engaged in any securities transaction, to make enquiries of the senior geologist who was responsible for releasing all geological information as soon as it was practicable to do so in comprehensible form, about whether there was any material geological information that had not been released.

There are sound arguments both for and against the imposition of such a duty. But in balancing those arguments the legislature has chosen against imposing that duty.

However, in this next passage at p. 279, the majority seems to say that, although there is no duty to inquire about material facts, there may be a duty to inquire about material changes:

There is a duty to disclose material facts that are known. There is a duty to disclose material changes in the business, operations, assets or ownership of the issuer, and perhaps to make inquiries about whether there are such material changes if it should happen that they are not known. But there is no duty to inquire about material facts, and to find them out, and not to engage in securities transactions if there [were] any material facts that could have been found out. Section 68(2) [since

enquête raisonnable pour s'assurer qu'il y avait eu divulgation de tous les changements importants dans leurs affaires.

a

Compte tenu de l'importance des principes en cause, toute opération par Prime ou Calpine sur leurs propres valeurs mobilières devait être précédée d'une enquête; d'ailleurs, toute enquête raisonnable aurait permis de découvrir les changements importants qui n'avaient pas été divulgués. [Je souligne.]

La Cour d'appel à la majorité paraît être en désaccord avec la Commission lorsqu'elle affirme, à la p. 279:

[TRADUCTION] . . . la commission a commis une erreur de droit en interprétant et en appliquant l'expression «changement important» figurant à l'art. 67 comme si elle avait un sens équivalent à l'expression «fait important» . . .

Par suite de cette erreur de droit, la commission a considéré que Prime et Calpine et les cadres supérieurs de ces émetteurs avaient l'obligation, avant même que Prime ou Calpine puissent procéder à des opérations sur valeurs mobilières, de s'enquérir auprès du géologue principal, qui était chargé de publier dès que possible tous renseignements sous une forme exhaustive, de tout renseignement géologique important qui n'aurait pas été divulgué.

Il existe des arguments solides pour et contre l'imposition d'une telle obligation. Cependant, après les avoir soupesés, le législateur a décidé de ne pas l'imposer.

Toutefois, dans le passage qui suit, la cour à la majorité semble affirmer, à la p. 279, qu'il peut exister une obligation de s'enquérir des changements importants, même s'il n'y a pas d'obligation de s'enquérir des faits importants:

[TRADUCTION] Il existe une obligation de divulguer les faits importants connus. Il existe une obligation de divulguer tous les changements importants dans les activités commerciales, l'exploitation, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur, voire peut-être une obligation de s'enquérir des changements importants non connus. Cependant, il n'existe pas d'obligation de s'enquérir des faits importants, ni de les découvrir, ni de ne pas procéder à des opérations sur valeurs mobilières si des

repealed] specifically contemplates that there is no such duty.

From this passage, it appears that the majority of the Court of Appeal is itself unclear as to whether or not there is a duty under s. 67 to inquire as to the existence of material changes before causing a reporting issuer to engage in securities transactions. In any event, I find that it was well within the Commission's jurisdiction to interpret s. 67 in the manner it did, and I fully agree with its position on this point. Although a duty to inquire is not expressly stated in s. 67, such an interpretation contextualizes the general obligation to disclose material changes and guarantees the fairness of the market, which is the underlying goal of the Act. Stevens and Wortley, *supra*, also support this position, at pp. 338-39:

Now the duty to disclose all material facts arises when a company enters the public market. Its prospectus must contain full, true and plain disclosure of all material facts. Compliance with that fundamental rule does indeed put a duty of inquiry on those who sign the prospectus, Lambert J.A.'s statement notwithstanding. Thereafter, the duty to disclose material facts is really a duty to disclose *changes* from the basket of facts disclosed originally and from time to time afterwards. That is why the *Act* uses "material facts" and "material changes" in different contexts.

Nowhere, however, in this underlying statutory scheme of continuous disclosure is there a principle that states the duty of inquiry imposed upon management when a company first enters the securities markets is in some way lessened thereafter. On this point the Court has made unhappy new law. [Emphasis in original.]

It must be noted that a duty to inquire under s. 67 is not incompatible with the insider trading provision of the Act, s. 68. If an issuer wishes to engage in a securities transaction, its directors must inquire about all material changes in the issu-

faits importants auraient pu être découverts. Le paragraphe 68(2) [abrogé depuis] prévoit explicitement l'absence d'une telle obligation.

Il ressort de ce passage que la Cour d'appel à la majorité ne précise pas clairement s'il existe ou non en vertu de l'art. 67 une obligation de s'enquérir de l'existence de changements importants avant qu'un émetteur assujetti puisse participer à des opérations sur valeurs mobilières. Quoi qu'il en soit, je suis d'avis qu'il relevait nettement de la compétence de la Commission d'interpréter l'art. 67 comme elle l'a fait et qu'elle était en droit de s'attendre à une certaine retenue à cet égard. Je souscris pleinement à son opinion sur ce point. Bien que l'art. 67 ne précise pas explicitement une obligation de s'enquérir, une telle interprétation permet de placer dans son contexte l'obligation générale de divulgation de tout changement important et de garantir l'équité du marché, objet sous-jacent de la Loi. Stevens et Wortley, *loc. cit.*, appuient cette position, aux pp. 338 et 339:

[TRADUCTION] Dès qu'une société devient une société ouverte, elle est obligée de divulguer tous les faits importants. Son prospectus doit contenir une divulgation complète, fidèle et claire de tous les faits importants. Le respect de cette règle fondamentale impose aux signataires du prospectus, nonobstant les propos du juge Lambert, une obligation de s'enquérir. De ce fait, l'obligation de divulguer les faits importants est réellement une obligation de divulguer les *changements* dans les faits initialement divulgués, et par la suite de le faire occasionnellement. C'est pourquoi la *Loi* utilise les expressions «faits importants» et «changements importants» dans des contextes différents.

Cependant, à l'intérieur de ce régime sous-jacent d'information continue prévu dans la loi, on ne retrouve aucun principe qui prévoit que diminue avec le temps l'obligation initiale de s'enquérir qu'ont les cadres au moment où une société accède au marché des valeurs mobilières. Sur ce point, la Cour d'appel a formulé de malencontreuses nouvelles règles de droit. [En italique dans l'original.]

Il faut se rappeler que l'obligation de s'enquérir en vertu de l'art. 67 n'est pas incompatible avec la disposition sur les opérations d'initiés (art. 68). Si un émetteur souhaite participer à une opération sur valeurs mobilières, ses administrateurs doivent

er's affairs. Consequently, the directors will have, at one point in time, knowledge of undisclosed material facts and material changes which constitute inside information. However, as long as the material facts and material changes are adequately disclosed prior to the transaction, there will be no possibility of insider trading. It must also be noted that the erecting of a Chinese Wall, which prevents directors of a company from having inside information, does not erase the duty imposed on directors to inquire about material changes, as the disclosure requirements under s. 67 are on the issuer.

s'enquérir de tout changement important dans ses affaires. Par conséquent, les administrateurs seront, à un moment donné, au courant de faits importants non divulgués et de changements importants qui constituent des renseignements d'initiés. Cependant, dans la mesure où ces faits importants et ces changements importants sont divulgués comme il se doit avant l'opération, il n'y a pas de risque d'opérations d'initiés. On doit aussi faire remarquer que l'établissement d'une muraille de Chine, destiné à empêcher que les administrateurs d'une société aient accès à des renseignements d'initiés, n'élimine pas l'obligation qu'ils ont de s'enquérir des changements importants, puisque c'est l'émetteur qui, en vertu de l'art. 67, doit respecter les exigences en matière de divulgation.

Having concluded that information contained in drilling results can constitute a material change in the affairs of a reporting issuer and that s. 67 imposes on senior management a duty to inquire as to the existence of material changes before causing a reporting issuer to engage in a securities transaction, the Commission went on to review the circumstances surrounding the share options transactions of July 12 and 31, August 15 and 17, 1989. The Commission made the following findings: (1) The July 12 transaction was completed after a new zone of mineralization had been identified, as well as a possible doubling of the reserves, but before the news release of July 13 was issued. (2) The July 31 transaction was concluded after the discovery of visible gold and extensive other mineralization in hole 109, but before the news release of August 2. (3) The August 15 transaction was completed after Prime was in possession of the assay results for holes 93 and 101 but before the news release was issued that afternoon. (4) The August 17 transaction followed the arrival of the gold assays for hole 109; the news release relating to these assays was issued on August 22. Based on these findings, the Commission held that the respondents failed to disclose various material changes in the affairs of Prime and Calpine before causing these two companies to engage in securi-

d Après avoir conclu que les renseignements contenus dans les résultats de forage peuvent constituer un changement important dans les affaires d'un émetteur assujetti et que l'art. 67 impose aux cadres supérieurs une obligation de s'enquérir de l'existence de changements importants avant qu'un émetteur assujetti puisse participer à une opération sur valeurs mobilières, la Commission a examiné les circonstances entourant les opérations d'options d'achat d'actions des 12 et 31 juillet et des 15 et 17 août 1989. La Commission a tiré les conclusions suivantes: (1) L'opération du 12 juillet a été achevée après la découverte d'une nouvelle zone minéralisée et d'un doublement possible des réserves, mais avant la publication du communiqué du 13 juillet. (2) L'opération du 31 juillet a été terminée après la découverte d'or visible et de nombreuses zones minéralisées dans le trou 109, mais avant le communiqué du 2 août. (3) L'opération du 15 août a été complétée après que Prime ait eu en sa possession les résultats de titrage pour les trous 93 et 101, mais avant la publication du communiqué dans l'après-midi. (4) L'opération du 17 août a eu lieu après l'arrivée des analyses de teneur en or pour le trou 109; le communiqué relatif à ces analyses a été publié le 22 août. Se fondant sur ces conclusions, la Commission a conclu que les intimés avaient omis de divulguer divers changements importants dans les affaires de Prime et de Calpine avant que celles-ci prennent part à des

ties transactions. Consequently, the respondents had contravened s. 67 of the Act.

Like Locke J.A., I find that there was overwhelming evidence to support each of the Commission's findings and I would not disturb any of them. Consequently, the majority of the Court of Appeal erred in interfering with the Commission's conclusion that, with respect to the share options transactions, the respondents breached their timely disclosure obligations under s. 67 of the Act.

As the majority of the Court of Appeal did not discuss the fifth impugned share options transaction, the Commission's finding with respect to this transaction will stand.

B. *The Private Placement*

The majority of the Court of Appeal agreed with the Commission that s. 67 of the Act was breached when Calpine failed to disclose the identity of the placee or the fact that Prime was to increase its control over Calpine from 23 to 36 percent, assuming exercise of the warrants. In this respect, it is worth noting that by obtaining a 36 percent holding in Calpine, Prime thereby could prevent the passing of a special resolution as defined in s. 1 of the *Company Act*, which in turn empowered Prime to prevent a number of important transactions for which a special resolution of shareholders is required under the *Company Act* (see, for example, ss. 255, 267 and 272).

The majority also agreed that Calpine misled the VSE on July 17, 1989 by representing that the private placement was to be brokered by Prime Equities. However, the majority overturned the Commission's finding that Page falsely certified to the VSE on August 18, 1989 that there were no material changes in the affairs of Calpine that had not been publicly disclosed. It predicated its conclu-

opérations sur valeurs mobilières. Les intimés avaient en conséquence contrevenu à l'art. 67 de la Loi.

^a À l'instar du juge Locke, je suis d'avis qu'il existe de nombreux éléments de preuve à l'appui de chacune des conclusions de la Commission et qu'il n'y a pas lieu de les modifier. Par conséquent, la Cour d'appel à la majorité a commis une erreur en modifiant la conclusion de la Commission que, relativement à l'exercice des options d'achat d'actions, les intimés avaient contrevenu aux obligations d'information occasionnelle prévues à l'art. 67 de la Loi.

^b Puisque la Cour d'appel à la majorité n'a pas examiné la cinquième opération relative aux options d'achat d'actions, la conclusion de la Commission à cet égard est confirmée.

B. *Le placement privé*

^c La Cour d'appel à la majorité a souscrit à l'opinion de la Commission, qui avait affirmé qu'il y avait eu violation de l'art. 67 de la Loi lorsque Calpine a omis de divulguer l'identité de l'acheteur ou le fait que le contrôle de Prime sur Calpine devait passer de 23 à 36 pour 100, en supposant qu'elle aurait exercé les bons de souscription d'actions. À cet égard, il importe de signaler que, en exerçant un contrôle sur 36 pour 100 des actions de Calpine, Prime pouvait empêcher l'adoption d'une résolution spéciale au sens de l'article premier de la *Company Act* et, de ce fait, la tenue d'un certain nombre d'opérations importantes nécessitant une résolution spéciale des actionnaires en vertu de la *Company Act* (voir, par exemple, les art. 255, 267 et 272).

^d La Cour d'appel à la majorité a également confirmé que Calpine avait induit la Bourse en erreur le 17 juillet 1989 en l'informant que le placement privé devait se faire par l'intermédiaire de Prime Equities. Cependant, elle a infirmé la conclusion de la Commission que, le 18 août 1989, Page avait faussement attesté à la Bourse qu'il n'était pas survenu, dans les affaires de Calpine, de changements importants non divulgués au public. Elle a fondé sa

sion on the fact that undisclosed assays cannot constitute a material change.

As already mentioned, the determination of what constitutes a material change goes to the heart of the expertise and mandate of the Commission. Furthermore, having regard to the realities of the mining industry, information from assay results can properly be characterized as a material change in the business, operations, assets or ownership of a reporting issuer. To conclude, I agree with Locke J.A. that the findings of the Commission on the private placement issue reveal no error.

conclusion sur le fait que les résultats de titrage non divulgués ne pouvaient constituer un changement important.

Comme je l'ai déjà mentionné, la détermination de ce qui constitue un changement important touche directement l'expertise et le mandat de la Commission. En outre, compte tenu des réalités qui caractérisent l'industrie minière, on peut qualifier les résultats de titrage de changement important dans les activités commerciales, l'exploitation, les éléments d'actif ou la propriété d'un émetteur assujetti. En conclusion, à l'instar du juge Locke, je suis d'avis que la Commission n'a pas commis d'erreur dans ses conclusions relatives au placement privé.

C. The ALC Withdrawal

The majority of the Court of Appeal overturned the Commission's finding that s. 67 had been breached by not disclosing the ALC withdrawal. The majority viewed the ALC withdrawal in contractual terms and stated that it did not have to be disclosed until there was repudiation of the contract and such repudiation was accepted by Prime.

C. Le retrait d'ALC

La Cour d'appel à la majorité a infirmé la conclusion de la Commission qu'il y avait eu violation de l'art. 67 à cause de la non-divulgation du retrait d'ALC. Elle a considéré le retrait d'ALC du point de vue contractuel et précisé que ce retrait n'avait pas à être divulgué tant qu'il n'y avait pas eu résiliation du contrat et acceptation de cette résiliation par Prime.

In my view, this narrow approach is wrong and is inconsistent with the purpose of the Act, i.e., to protect the investing public. Again, like Locke J.A., I find there is little basis for disagreeing with the Commission's conclusions. ALC's withdrawal represented a \$4.25 million contractual dispute. It would seem wholly uncontroversial to consider such a dispute a change in the business, operations, ownership or affairs of a reporting issuer. As Stevens and Wortley point out, *supra*, at p. 338, "an account receivable that was to be transformed into cash on September 29 became instead nothing more than a disputed claim for breach of contract". Accordingly, non-disclosure of this dispute constituted a failure to disclose a material change. Thus, the majority of the Court of Appeal erred in rejecting the Commission's findings on this point.

À mon avis, cette interprétation restrictive est erronée et incompatible avec l'objet de la Loi, qui est de protéger le public investisseur. De nouveau, à l'instar du juge Locke, j'estime qu'il y a peu de motifs de ne pas souscrire aux conclusions de la Commission. Le retrait d'ALC représentait un différend contractuel de l'ordre de 4,25 millions de dollars. Il semble absolument incontestable qu'un tel différend constitue un changement dans les activités commerciales, l'exploitation, la propriété ou les affaires d'un émetteur assujetti. Comme l'ont fait remarquer Stevens et Wortley, *loc. cit.*, à la p. 338, [TRADUCTION] «une créance qui devait devenir une encaisse le 29 septembre n'a abouti qu'à une revendication pour inexécution de contrat». La non-divulgation de ce différend constituait en conséquence une omission de divulguer un changement important. La Cour d'appel à la majorité a donc commis une erreur en rejettant les conclusions de la Commission sur ce point.

In stating the above, I do not wish to imply that it is always self-evident as to what constitutes a material change. In this respect, it is interesting to note that the Chair of the Ontario Securities Commission has encouraged in that province an early warning system which allows informal disclosure to the Commission of a proposed transaction on a confidential basis. According to Alboini, *supra*, at pp. 18-14 and 18-15, such a system "allows for appropriate steps to be taken by the Commission to permit stock watches, while also creating an opportunity to discuss with Commission members or staff possible orders or applications that may be required in order to facilitate the transaction from a regulatory point of view".

D. The Orders

The respondents' argument that there must be a rational link between the conduct of the person in question and the order made by the Commission must be rejected. As we have seen, s. 144 of the Act gives the Commission a broad discretion to make orders that it considers to be in the public interest. Thus, a reviewing court should not disturb a Commission's order unless the Commission has made some error in principle in exercising its discretion or has exercised its discretion in a capricious or vexatious manner.

The discretion given to Securities Commissions to determine what is in the public interest was discussed by the Ontario Court of Appeal in *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595, at p. 599:

The Chairman and other members of the Commission are selected and appointed by the Lieutenant-Governor in Council for their high qualifications, ability and experience. It is the function and duty of the Commission under s. 8 of The Securities Act to form an opinion whether or not it is in the public interest to suspend or cancel the registration of any person. It is intended by the legislation that the Commission shall have extremely wide powers of discretion in forming its opinion.

Je ne veux pas pour autant donner à entendre qu'on saura toujours ce qui constitue un changement important. À cet égard, il est intéressant de constater que le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a favorisé dans cette province l'établissement d'un système d'avertissement rapide qui permet aux intéressés de divulguer tout projet d'opération à la Commission, de façon informelle et à titre confidentiel. Selon Alboini, *op. cit.*, aux pp. 18-14 et 18-15, ce système [TRADUCTION] «permet à la Commission de prendre des mesures appropriées pour surveiller les opérations sur actions, et aux intéressés d'examiner avec les membres ou le personnel de la Commission les ordonnances ou les demandes susceptibles d'être nécessaires pour faciliter l'opération du point de vue de la réglementation».

D. Les ordonnances

Je dois rejeter l'argument des intimés selon lequel il doit exister un lien rationnel entre la conduite de la personne en question et l'ordonnance rendue par la Commission. Comme nous l'avons vu, l'art. 144 de la Loi donne à la Commission un vaste pouvoir discrétionnaire de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public. En conséquence, un tribunal qui siège en révision ne devrait pas modifier une ordonnance rendue par la Commission, sauf si celle-ci a commis une erreur de principe dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire ou si elle l'a exercé d'une façon arbitraire ou vexatoire.

Dans l'arrêt *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595, à la p. 599, la Cour d'appel de l'Ontario a examiné le pouvoir discrétionnaire qui est conféré aux commissions des valeurs mobilières de déterminer ce qui est dans l'intérêt public:

[TRADUCTION] Le lieutenant-gouverneur en conseil choisit et nomme le président et les autres membres de la Commission en fonction de leur expertise, leur compétence et leur expérience. En vertu de l'art. 8 de la *Securities Act*, il appartient à la Commission de déterminer s'il est dans l'intérêt public de suspendre ou d'annuler l'inscription d'une personne. La loi vise à conférer à la Commission un pouvoir discrétionnaire extrêmement vaste lorsqu'elle se fait une opinion.

The opinion of the Commission should not be set aside or altered upon an appeal unless the Commission has erred in some principle of law or unless it appears clearly that the Commission has not proceeded to form its opinion in a judicial manner or unless it appears that the opinion of the Commission is so clearly wrong as to amount to an injustice requiring a remedy on appeal.

These words were adopted with approval in *Bay Street West Securities (1983) Inc. v. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19 (C.A.).

In the present case, the Commission exercised its discretion in a judicial manner. Following the release of its findings, it held a supplementary hearing to receive submissions from both parties as to the appropriate sanctions to impose on the respondents. In its final decision, the Commission held that the respondents were responsible for Prime and Calpine's contravention of the timely disclosure requirements of the Act. It further held that the respondents' conduct was related to distributions of securities under the exemptions in the Act. Consequently, the Commission removed the respondents' trading exemptions under the Act for a period of one year.

Some may argue that the Commission could not make the orders it did with respect to the respondents because the duty to make timely disclosure under s. 67 of the Act applies to a "reporting issuer". This argument must be rejected for two reasons. First, as Alboini points out, *supra*, at p. 18-26, "[a]lthough responsibility for timely disclosure is vested in the reporting issuer . . . effective responsibility rests with the senior officers and the directors of the reporting issuer". Second, not only does s. 144 of the Act give the Commission a broad public interest to make orders it considers to be in the public interest, it also confers upon the Commission the authority to make orders with respect to "a person".

In summary, it was clearly within the Commission's jurisdiction to order that the trading exemptions not apply to the respondents for a period of

On ne devrait pas annuler ou modifier en appel l'opinion de la Commission, sauf si celle-ci a commis une erreur dans l'application d'un principe de droit, s'il appert clairement que son opinion n'a pas été formée d'une manière judiciaire ou s'il appert que son opinion est tellement erronée qu'elle équivaut à une injustice devant donner lieu à un redressement en appel.

Ce passage a été adopté et approuvé dans l'arrêt *Bay Street West Securities (1983) Inc. c. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19 (C.A.).

En l'espèce, la Commission a exercé son pouvoir discrétionnaire d'une manière judiciaire. Après avoir rendu publiques ses conclusions, elle a tenu une audience supplémentaire pour connaître les observations des deux parties quant aux peines qu'il convenait d'imposer aux intimés. Dans sa décision finale, la Commission a conclu que la contravention par Prime et Calpine aux exigences d'information occasionnelle prévues dans la Loi étaient imputable aux intimés. Elle a de plus conclu que la conduite des intimés était liée aux placements de valeurs mobilières effectués en vertu des exemptions prévues dans la Loi. La Commission a donc interdit aux intimés de se prévaloir pendant une année des exemptions relatives aux opérations sur valeurs mobilières.

D'aucuns soutiendront que la Commission ne pouvait pas rendre les ordonnances en question contre les intimés parce que l'obligation d'information occasionnelle prévue à l'art. 67 de la Loi est imposée à un «émetteur assujetti». Cet argument doit être rejeté pour deux motifs. Premièrement, comme le fait remarquer Alboini, *op. cit.*, à la p. 18-26, [TRADUCTION] «[b]ien que l'obligation d'information occasionnelle soit imposée à l'émetteur assujetti [. . .] ce sont les cadres supérieurs et les administrateurs qui ont en fait cette responsabilité». Deuxièmement, l'art. 144 de la Loi confère à la Commission non seulement un vaste pouvoir de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public mais aussi celui de rendre des ordonnances relativement à «une personne».

Bref, la Commission avait nettement la compétence voulue pour interdire aux intimés de se prévaloir pendant une année des exemptions en

one year. Furthermore, the Commission's orders were not vexatious or erroneous in law. Consequently, the order under s. 144 of the Act must stand.

The Commission's order with respect to costs was also well within its jurisdiction. Consequently, considerable deference is in order. Moreover, although the respondents argued that the length of the investigation and the hearing related mostly to the allegations of insider trading, which were not proven, this was not the case. The Commission specifically stated so:

The Respondents argued that we should make no order for payment of costs. They said that the length of the investigation and the hearing were made necessary only by the allegations related to insider trading and breach of directors' duties, which were not proven. However, most of the hearing related to evidence concerning those matters in respect of which we did find contraventions. Furthermore, the suspicions which led to the other allegations, about which the Respondents complained, were aroused, quite reasonably, by the Respondents' own conduct in failing to make required disclosure and in filing misleading documents with the [VSE]. [Emphasis added.]

Since no persuasive basis has been suggested for overturning the order relating to costs, I would not interfere with it.

VI. Conclusion and Disposition

The majority of the Court of Appeal erred in failing to appreciate the Commission's role in an area requiring special knowledge and sophistication. It also failed to recognize the Legislature's intent to confer a broad public interest mandate on the Commission to carry out its role. There was ample evidence to support each of the Commission's findings. There being no reviewable error of law, the majority of the Court of Appeal erred in interfering with the Commission's findings. Consequently, I would allow the appeal, set aside the judgment of the British Columbia Court of Appeal and substitute therefor the findings and orders of

matière d'opérations sur valeurs mobilières. En outre, les ordonnances de la Commission n'étaient ni vexatoires ni erronées en droit. L'ordonnance rendue en vertu de l'art. 144 de la Loi doit donc être confirmée.

La Commission avait toute la compétence requise pour rendre l'ordonnance quant aux dépens. C'est pourquoi il y a lieu de faire preuve d'une grande retenue. Par ailleurs, bien que les intimés aient soutenu que la durée de l'enquête et de l'audience était en grande partie imputable aux allégations concernant les opérations d'initiés, qui n'ont pas été prouvées, ce ne fut pas le cas. La Commission l'a expressément affirmé:

[TRADUCTION] Les intimés soutiennent que nous ne devrions pas rendre d'ordonnance quant au paiement des dépens. Selon eux, la durée de l'enquête et de l'audience était imputable uniquement à l'examen des allégations concernant les opérations d'initiés et le manquelement aux devoirs des administrateurs, qui n'ont pas été prouvées. Cependant, la majeure partie de l'audience a été consacrée à l'examen de la preuve se rapportant aux infractions, que nous estimons avoir été commises. De plus, ce sont les intimés eux-mêmes qui, en omettant de faire les divulgations requises et en déposant auprès de la Bourse des documents trompeurs, ont suscité les doutes, tout à fait logiques, qui ont donné lieu aux autres allégations dont ils se plaignent. [Je souligne.]

Puisque l'on ne m'a fourni aucun motif convaincant d'infirmer l'ordonnance quant aux dépens, je ne la modifierai pas.

VI. Conclusion et dispositif

La Cour d'appel à la majorité a commis une erreur en ne tenant pas compte du rôle de la Commission dans un domaine nécessitant des connaissances spécialisées et poussées. Elle a aussi omis de reconnaître que le législateur avait l'intention de conférer à la Commission un vaste mandat d'agir dans l'intérêt public dans le cadre de l'exercice de ses fonctions. De nombreux éléments de preuve ont été déposés à l'appui de chacune des conclusions de la Commission. Puisqu'il y avait lieu de faire preuve de retenue et qu'aucune erreur de droit donnant lieu à révision n'a été commise, la Cour d'appel à la majorité a commis une erreur en

the Commission. The appellants shall have their costs here and in the court below.

modifiant les conclusions de la Commission. En conséquence, je suis d'avis d'accueillir le pourvoi, d'annuler l'arrêt de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique et de rétablir les conclusions et les ordonnances de la Commission. Les appelants ont droit aux dépens en notre Cour et en Cour d'appel.

Appeals allowed with costs.

Solicitors for the appellant the Superintendent of Brokers: Walsh & Company, Vancouver.

Solicitors for the appellant the British Columbia Securities Commission: Arvay, Finlay, Victoria.

Solicitors for the respondents: Lenczner, Slaght, Royce, Smith, Griffin, Toronto.

Solicitor for the intervenor the Attorney General of British Columbia: The Attorney General of British Columbia, Victoria.

Solicitors for the intervenor the Ontario Securities Commission: Davies, Ward & Beck, Toronto.

Solicitor for the intervenor the Alberta Securities Commission: The Alberta Justice, Edmonton.

Solicitors for the intervenor the Securities Dealers Society of Ontario: Weir & Foulds, Toronto.

Pourvois accueillis avec dépens.

Procureurs de l'appelant le Superintendent of Brokers: Walsh & Company, Vancouver.

Procureurs de l'appelante la British Columbia Securities Commission: Arvay, Finlay, Victoria.

Procureurs des intimés: Lenczner, Slaght, Royce, Smith, Griffin, Toronto.

Procureur de l'intervenant le procureur général de la Colombie-Britannique: Le procureur général de la Colombie-Britannique, Victoria.

Procureurs de l'intervenante la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario: Davies, Ward & Beck, Toronto.

Procureur de l'intervenante l'Alberta Securities Commission: Le ministère de la Justice de l'Alberta, Edmonton.

Procureurs de l'intervenante la Securities Dealers Society of Ontario: Weir & Foulds, Toronto.