

**Theratechnologies inc.,
Yves Rosconi and Paul Pommier** *Appellants*

v.

121851 Canada inc. *Respondent*

and

**Mouvement d'éducation et de défense
des actionnaires** *Intervener*

**INDEXED AS: THERATECHNOLOGIES INC. v.
121851 CANADA INC.**

2015 SCC 18

File No.: 35550.

2014: December 1; 2015: April 17.

Present: McLachlin C.J. and Abella, Rothstein,
Cromwell, Moldaver, Karakatsanis and Wagner JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
QUEBEC

Securities — Statutory disclosure obligations — Action for damages — Prior judicial authorization — Pharmaceutical company in process of obtaining approval to market new drug — Questions on drug's potential side effects raised as part of approval process — Questions publicized by stock quotation enterprises resulting in drop of pharmaceutical company's share price — Corporate shareholder seeking to institute class action for breach of company's disclosure obligation — Action requiring prior judicial authorization based on whether there is a "reasonable possibility that it will be resolved in plaintiff's favour" — Securities Act, CQLR, c. V-1.1, ss. 5.3, 73, 225.4.

In the spring of 2010, Theratechnologies inc. (Thera) was awaiting the approval of the United States Food and Drug Administration (FDA) for a new drug to reduce excess abdominal fat among HIV patients. As its application proceeded, Thera regularly updated its shareholders and the Commission des valeurs mobilières du Québec about developments in the FDA process. It also regularly

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

c.

121851 Canada inc. *Intimée*

et

**Mouvement d'éducation et de défense
des actionnaires** *Intervenant*

**RÉPERTORIÉ : THERATECHNOLOGIES INC. c.
121851 CANADA INC.**

2015 CSC 18

N° du greffe : 35550.

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

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

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DU QUÉBEC

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

Au printemps 2010, Theratechnologies inc. (Thera) attendait que la Food and Drug Administration (FDA) des États-Unis approuve un nouveau médicament qui réduit l'excès de gras abdominal chez les patients atteints du VIH. Pendant que la demande suivait son cours, Thera a informé régulièrement ses actionnaires et la Commission des valeurs mobilières du Québec de l'évolution du

informed its shareholders about the results of its clinical trials measuring the safety and efficacy of the drug, including potential side effects. The trials indicated that the benefits of the drug could be “achieved without significant side effects”.

As is common during the new drug approval process, the FDA referred a number of questions about this drug to an expert Advisory Committee, including questions about its potential side effects. The FDA also made these questions public as part of a package of briefing materials on its website. Thera believed the briefing documents it had already provided to the FDA and the clinical results it had already made public to its investors offered a comprehensive response to the specific questions the FDA had posed. When the questions were publicized by stock quotation enterprises, the price of the company’s shares dropped. 121851 Canada inc., a holding company, sold its shares in Thera during this period. Ultimately, the drug was approved by the FDA and Thera’s share price recovered.

121851 sought authorization under s. 225.4 of the *Securities Act* to bring a class action for damages against Thera, claiming that the information about the potential side effects of the drug and the FDA’s questions about those side effects amounted to a material change in Thera’s business, operations or capital, triggering timely disclosure obligations under s. 73 of the *Securities Act*.

Under s. 225.4, the court is a gatekeeper, and grants authorization “if it deems that the action is in good faith and there is a reasonable possibility that it will be resolved in favour of the plaintiff”. The Motions Judge concluded that the authorization mechanism in s. 225.4 of the *Securities Act* imposed a higher threshold than art. 1003 of the *Code of Civil Procedure*, which deals with the authorization of class actions generally, but found sufficient evidence to support the conclusion that 121851’s action had a reasonable possibility of success. The Court of Appeal agreed with the Motions Judge that the screening mechanism under s. 225.4 was more stringent than for the authorization of a class action under art. 1003 of the *Code of Civil Procedure* and required more than a mere possibility of success. It also agreed that the threshold was met in this case.

processus à la FDA. Elle a également informé régulièrement ses actionnaires au sujet du résultat de ses études cliniques visant à évaluer l’efficacité et l’innocuité du médicament, y compris ses effets secondaires possibles. Les études indiquaient que les avantages du médicament étaient « obtenus sans effets secondaires significatifs ».

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

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

L’article 225.4 confère au tribunal un rôle de gardien qui accorde une autorisation « s’il estime que l’action est intentée de bonne foi et qu’il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Le premier juge a conclu que le mécanisme d’autorisation prévu à l’art. 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* impose un critère préliminaire plus strict que celui prévu à l’art. 1003 du *Code de procédure civile*, qui traite de l’autorisation générale d’intenter un recours collectif, mais il a jugé que la preuve était suffisante pour étayer la conclusion que l’action intentée par 121851 avait une possibilité raisonnable de succès. La Cour d’appel a convenu avec le premier juge que le mécanisme de filtrage prévu à l’art. 225.4 était plus exigeant que le critère d’autorisation d’un recours collectif prévu par l’art. 1003 du *Code de procédure civile* et qu’il exigeait plus qu’une simple possibilité d’avoir gain de cause. Elle a également conclu qu’il avait été satisfait à ce critère en l’espèce.

Held: The appeal should be allowed.

Section 225.4 of the *Securities Act* is part of a new regime to address breaches of continuous disclosure obligations in the secondary market, the market in which a company's shares are traded publicly after they have been issued or distributed by the company. The reforms were inspired by the recommendations of the Allen Committee, suggested after a number of high profile misrepresentations at publicly traded companies. The Committee concluded that the remedies available to investors injured by misleading disclosure in the secondary trading market were so difficult to pursue, that they were largely illusory. As a result, it recommended the creation of a statutory civil liability regime that would help investors sue issuers, directors, and officers who violated statutory disclosure obligations.

Under Quebec's new regime, when a security is acquired or transferred at the time of a false declaration or omission of information that should have been disclosed, the fluctuation in the value of the security is presumed to be attributable to that fault. Investors are thereby released from the burden of demonstrating that the variation in the market price of the security was linked to the misinformation or omission, and from demonstrating that they personally relied on that misinformation or omission in buying or transferring the security. In order to discourage the kind of strike suits that had become common in the United States under more investor-friendly regimes, the Quebec scheme established an authorization mechanism — s. 225.4 — to permit only actions in good faith and with a “reasonable possibility” that the claim would be resolved “in favour of the plaintiff”. The regime reflected an attempt to strike a balance between preventing unmeritorious litigation and strike suits and, at the same time, ensuring that investors have a meaningful remedy when issuers breach disclosure obligations.

The “reasonable possibility” that the claim would be resolved in favour of the plaintiff required under s. 225.4 sets out a different and higher standard than the general threshold for the authorization of a class action under art. 1003 of the *Code of Civil Procedure*. Under art. 1003, the court seeks only to identify whether “the facts alleged seem to justify the conclusions sought”, that is, whether the applicant has established “a good colour of right”. The Quebec legislature used different language in s. 225.4 to create a more meaningful screening mechanism in the securities context so that costly strike suits

Arrêt : Le pourvoi est accueilli.

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

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

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

and unmeritorious claims would be prevented. The threshold requires that there be a reasonable or realistic chance that the action will succeed.

A case with a realistic chance of success requires the claimant to offer some credible evidence in support of the claim. Courts must therefore undertake a reasoned consideration of the evidence to ensure that the action has some merit, but the authorization stage under s. 225.4 should not be treated as a mini-trial. If the goal of the screening mechanism is to prevent costly strike suits and litigation with little chance of success, it follows that the evidentiary requirements should not be so onerous as to essentially replicate the demands of a trial. A full analysis of the evidence is unnecessary. What *is* required is sufficient evidence to persuade the court that there is a realistic chance that the action will be resolved in the claimant's favour.

121851 claims that Thera breached s. 73 of the *Securities Act*, which requires issuers to provide timely disclosure of material changes to investors. A material change has two components. There must be a change in the business, operations or capital of the issuer and the change must be material, which means it would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of the securities of the issuer. 121851 argues that when Thera received the FDA briefing materials for the Advisory Committee, it should have issued a responsive press release. But 121851 has not pointed to any evidence that could qualify as a change in Thera's operations, capital or business as described in s. 5.3 of the *Securities Act*. The results of the clinical trials, including potential side effects, were disclosed to shareholders as they became available. There was no new information about the side effects of the drug that required timely disclosure when the FDA mentioned those side effects in the briefing materials.

Nor has 121851 pointed to any evidence to suggest that the questions the FDA posed to its advisory committee about these side effects, or the contents of its briefing package more generally, departed in any way from the regular and routine process through which the FDA assesses whether a drug should be approved. Rather, they

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

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

121851 allègue que Thera a dérogé à l'art. 73 de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui oblige les émetteurs à fournir aux investisseurs l'information occasionnelle au sujet d'un changement important. Un changement important comporte deux éléments. Il faut un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, et ce changement doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur. 121851 soutient que lorsque Thera a reçu les documents d'information de la FDA destinés au comité consultatif, elle aurait dû y répondre par un communiqué de presse. Mais 121851 n'a présenté aucun élément de preuve de nature à constituer un changement important dans l'activité, le capital ou l'exploitation de Thera au sens de l'art. 5.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Les résultats des essais cliniques, y compris les effets secondaires possibles, ont été communiqués aux actionnaires aussitôt qu'ils ont été disponibles. Aucun nouveau renseignement sur les effets secondaires du médicament ne devait faire l'objet d'une information occasionnelle lorsque la FDA a fait mention de ces effets secondaires dans les documents d'information.

121851 n'a pas non plus signalé aucun élément de preuve tendant à indiquer que les questions posées à son comité consultatif par la FDA au sujet de ces effets secondaires, ou, de façon plus générale, que le contenu de ses documents d'information, s'écartaient d'une quelconque façon du processus courant par lequel la FDA

are a routine step in the FDA's work to determine whether a drug's benefits outweigh its risks. It is difficult to characterize these questions as any kind of change to Thera's business, operations, or capital requiring a reassuring public response from Thera.

Because the evidence does not credibly point to a material change that could have triggered disclosure obligations, there is no reasonable possibility that 121851's action under s. 73 of the *Securities Act* could succeed.

Cases Cited

Distinguished: *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557; **referred to:** *Cartaway Resources Corp. (Re)*, 2000 BCSECCOM 88, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL); *Cornish v. Ontario Securities Commission*, 2013 ONSC 1310, 306 O.A.C. 107; *Infineon Technologies AG v. Option consommateurs*, 2013 SCC 59, [2013] 3 S.C.R. 600; *Guimond v. Quebec (Attorney General)*, [1996] 3 S.C.R. 347; *Marcotte v. Longueuil (City)*, 2009 SCC 43, [2009] 3 S.C.R. 65; *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) v. Manulife Financial Corp.*, 2013 ONSC 4083, 44 C.P.C. (7th) 80; *Silver v. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222, leave to appeal refused, 2011 ONSC 1035, 105 O.R. (3d) 212; *Dobbie v. Arctic Glacier Income Fund*, 2011 ONSC 25, 3 C.P.C. (7th) 261; *Round v. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, aff'd 2012 BCCA 456, 39 B.C.L.R. (5th) 44; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) v. Celestica Inc.*, 2014 ONSC 1057, 49 C.P.C. (7th) 12; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) v. Celestica Inc.*, 2014 ONCA 90, 118 O.R. (3d) 641; *Kerr v. Danier Leather Inc.*, 2007 SCC 44, [2007] 3 S.C.R. 331; *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

Statutes and Regulations Cited

Act to amend the Securities Act and other legislative provisions, S.Q. 2007, c. 15 [Bill 19].
Civil Code of Québec, arts. 1457, 1607.
Code of Civil Procedure, CQLR, c. C-25, art. 1003.
Securities Act, CQLR, c. V-1.1, ss. 5 "material fact", 5.3, 73, 225.4.
Securities Act, R.S.A. 2000, c. S-4, s. 147.
Securities Act, R.S.B.C. 1996, c. 418, s. 85.
Securities Act, R.S.N.S. 1989, c. 418, s. 81.

décide si un médicament doit être approuvé. Il s'agit plutôt d'une étape courante qui fait partie du travail de la FDA de décider si les avantages d'un médicament l'emportent sur les risques qu'il présente. Il est difficile de considérer ces questions comme constituant, dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de Thera, une forme de changement exigeant de cette dernière qu'elle réagisse publiquement de façon rassurante.

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

Jurisprudence

Distinction d'avec l'arrêt : *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557; **arrêts mentionnés :** *Cartaway Resources Corp. (Re)*, 2000 BCSECCOM 88, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL); *Cornish c. Ontario Securities Commission*, 2013 ONSC 1310, 306 O.A.C. 107; *Infineon Technologies AG c. Option consommateurs*, 2013 CSC 59, [2013] 3 R.C.S. 600; *Guimond c. Québec (Procureur général)*, [1996] 3 R.C.S. 347; *Marcotte c. Longueuil (Ville)*, 2009 CSC 43, [2009] 3 R.C.S. 65; *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) c. Manulife Financial Corp.*, 2013 ONSC 4083, 44 C.P.C. (7th) 80; *Silver c. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222, autorisation d'appel refusée, 2011 ONSC 1035, 105 O.R. (3d) 212; *Dobbie c. Arctic Glacier Income Fund*, 2011 ONSC 25, 3 C.P.C. (7th) 261; *Round c. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, conf. par 2012 BCCA 456, 39 B.C.L.R. (5th) 44; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.*, 2014 ONSC 1057, 49 C.P.C. (7th) 12; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.*, 2014 ONCA 90, 118 O.R. (3d) 641; *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2007 CSC 44, [2007] 3 R.C.S. 331; *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

Lois et règlements cités

Code civil du Québec, art. 1457, 1607.
Code de procédure civile, RLRQ, c. C-25, art. 1003.
Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives, L.Q. 2007, c. 15 [projet de loi n° 19].
Loi sur les valeurs mobilières, L.N.-B. 2004, c. S-5.5, art. 89(1).
Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, c. S.5, art. 75, 138.8(1).

Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5, ss. 75, 138.8(1).
Securities Act, S.N.B. 2004, c. S-5.5, s. 89(1).

Authors Cited

Canadian Securities Administrators. “National Policy 51-201 Disclosure Standards”, reproduced in (2002), 25 OSCB 4492.

Canadian Securities Administrators. “Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of ‘Material Fact’ and ‘Material Change’”, CSA Notice 53-302, reproduced in (2000), 23 OSCB 7383.

Falutz, Julian, et al. “Effects of Tesamorelin, a Growth Hormone-Releasing Factor, in HIV-Infected Patients With Abdominal Fat Accumulation: A Randomized Placebo-Controlled Trial With a Safety Extension” (2010), 53 *J. Acquir. Immune Defic. Syndr.* 311.

Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada*, 3rd ed. Toronto: Thomson Carswell, 2007.

Groia, Joseph, and Pamela Hardie. *Securities Litigation and Enforcement*, 2nd ed. Toronto: Carswell, 2012.

Johnston, David, Kathleen Doyle Rockwell and Cristie Ford. *Canadian Securities Regulation*, 5th ed. Markham, Ont.: LexisNexis, 2014.

Pritchard, A. C., and Janis P. Sarra. “Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada” (2010), 47 *Alta. L. Rev.* 881.

Quebec. Assemblée nationale. Commission permanente des finances publiques. “Étude détaillée du projet de loi n° 19 — Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d’autres dispositions législatives”, *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, n° 10, 1^{re} sess., 38^e lég., 25 octobre 2007, p. 1-2.

Toronto Stock Exchange. Committee on Corporate Disclosure. *Final Report — Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*. Toronto: The Exchange, 1997.

APPEAL from a judgment of the Quebec Court of Appeal (Rochon, Bouchard and Gascon J.J.A.), 2013 QCCA 1256, [2013] R.J.Q. 1128, [2013] AZ-50988427, [2013] Q.J. No. 7925 (QL), 2013 CarswellQue 10168 (WL Can.), affirming a decision of Blanchard J., 2012 QCCS 699, [2012] AZ-50834966,

Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ, c. V-1.1, art. 5 « fait important », 5.3, 73, 225.4.
Securities Act, R.S.A. 2000, c. S-4, art. 147.
Securities Act, R.S.B.C. 1996, c. 418, art. 85.
Securities Act, R.S.N.S. 1989, c. 418, art. 81.

Doctrine et autres documents cités

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

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

Falutz, Julian, et al. « Effects of Tesamorelin, a Growth Hormone-Releasing Factor, in HIV-Infected Patients With Abdominal Fat Accumulation : A Randomized Placebo-Controlled Trial With a Safety Extension » (2010), 53 *J. Acquir. Immune Defic. Syndr.* 311.

Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada*, 3rd ed., Toronto, Thomson Carswell, 2007.

Groia, Joseph, and Pamela Hardie. *Securities Litigation and Enforcement*, 2nd ed., Toronto, Carswell, 2012.

Johnston, David, Kathleen Doyle Rockwell and Cristie Ford. *Canadian Securities Regulation*, 5th ed., Markham (Ont.), LexisNexis, 2014.

Pritchard, A. C., and Janis P. Sarra. « Securities Class Actions Move North : A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada » (2010), 47 *Alta. L. Rev.* 881.

Québec. Assemblée nationale. Commission permanente des finances publiques. « Étude détaillée du projet de loi n° 19 — Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d’autres dispositions législatives », *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, n° 10, 1^{re} sess., 38^e lég., 25 octobre 2007, p. 1-2.

Toronto Stock Exchange. Committee on Corporate Disclosure. *Final Report — Responsible Corporate Disclosure : A Search for Balance*, Toronto, The Exchange, 1997.

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

[2012] J.Q. n° 1529 (QL), 2012 CarswellQue 1636 (WL Can.). Appeal allowed.

Pierre Y. Lefebvre and Philippe Charest-Beaudry, for the appellants.

Michel Savonitto and Vicky Berthiaume, for the respondent.

Éric Lemay and Dimitri Lascaris, for the intervenor.

The judgment of the Court was delivered by

[1] ABELLA J. — The genesis of this case was a new drug application to the U.S. Food and Drug Administration (FDA) by a pharmaceutical research and development company based in Montréal. As is common during the new drug approval process, the FDA referred a number of questions about this drug to an expert Advisory Committee, including questions about the drug’s potential side effects. The FDA also made these questions public as part of a package of briefing materials on its website. When the questions were publicized by stock quotation enterprises, the price of the company’s shares dropped sharply.

[2] A holding company that sold its shares during this period sought authorization to bring a class action for damages under s. 225.4 of the *Securities Act*, CQLR, c. V-1.1, alleging a breach of statutory disclosure obligations.

[3] In 2007, changes to the *Securities Act* created a new statutory cause of action that enabled investors to bring claims against reporting issuers who breach their obligation to disclose material facts and changes to their shareholders. Actions for damages may not be brought without the prior authorization of the court pursuant to s. 225.4. A court will grant

AZ-50834966, [2012] J.Q. n° 1529 (QL), 2012 CarswellQue 1636 (WL Can.). Pourvoi accueilli.

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

Michel Savonitto et Vicky Berthiaume, pour l’intimée.

Éric Lemay et Dimitri Lascaris, pour l’intervenant.

Version française du jugement de la Cour rendu par

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

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

[3] Des modifications apportées en 2007 à la *Loi sur les valeurs mobilières* ont créé une nouvelle cause d’action qui permet aux investisseurs de poursuivre en justice les émetteurs assujettis qui manquent à leur obligation de communiquer aux actionnaires tous les faits et changements. Aux termes de l’art. 225.4, aucune action en dommages-intérêts

authorization “if it deems that the action is in good faith and there is a reasonable possibility that it will be resolved in favour of the plaintiff”. The issue in this appeal is whether there was a “reasonable possibility” of success within the meaning of this provision.

[4] I agree with the Court of Appeal that the threshold set out in s. 225.4 for authorization requires more than a mere possibility of success, but, with great respect, do not share its conclusion that the threshold was met in this case.

Background

[5] Theratechnologies inc. (Thera) is a pharmaceutical research and development company based in Montréal and listed on the Toronto Stock Exchange. 121851 Canada inc. is a holding company. Roger St-Germain is its sole shareholder and director. At the relevant time, 121851 Canada inc. had 190,000 Thera shares.

[6] On June 1, 2009, Thera filed a new drug application with the FDA for tesamorelin, a drug to reduce excess abdominal fat among HIV patients. The FDA’s Center for Drug Evaluation and Research is charged with reviewing and evaluating new drug applications from companies like Thera. Its role is to decide whether the studies submitted by the drug’s sponsoring company — typically, its manufacturer — show the new drug to be safe and effective. If the sponsoring company demonstrates that the drug’s benefits outweigh its known risks, the FDA will approve it.

[7] As part of its usual process of evaluating the safety and efficacy of a drug, the FDA will often convene a meeting of an expert Advisory Committee. The FDA provides this Advisory Committee with two packages of briefing materials in advance of the meeting, one containing information prepared by the FDA and the other containing information prepared

ne peut être intentée sans l’autorisation préalable du tribunal. Le tribunal accorde l’autorisation « s’il estime que l’action est intentée de bonne foi et qu’il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause ». Le présent pourvoi porte sur la question de savoir s’il existait une « possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause au sens de l’art. 225.4.

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

Contexte

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

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

[7] Dans le cadre du processus habituel d’évaluation de l’efficacité et de l’innocuité d’un médicament, il arrive souvent que la FDA convoque une réunion d’un comité consultatif d’experts. La FDA remet au préalable au comité deux séries de documents d’information, l’un contenant des renseignements préparés par la FDA, et l’autre des renseignements

by the sponsoring company. The FDA's package includes a background introductory memorandum that sets out the crucial considerations associated with the application, and questions the FDA wishes to submit to its Advisory Committee to answer upon review of the Briefing Package. Based on the information in the Briefing Package, an Advisory Committee may decide to recommend approval or disapproval of a new drug application. The FDA generally follows the advice of the Advisory Committee, but is not bound to do so.

[8] As its application proceeded through this FDA process, Thera regularly updated its shareholders and the Commission des valeurs mobilières du Québec about developments in the application process. On November 5, 2009, Thera issued a press release announcing that the FDA had requested an opinion from its Endocrinologic and Metabolic Drugs Advisory Committee about Thera's application. On January 18, 2010, Thera announced that the Advisory Committee would meet on February 24, 2010 to discuss its application. On January 25, 2010, Thera issued another press release indicating that the Advisory Committee meeting had been postponed. And on February 25, 2010, it announced that the meeting had been rescheduled for May 27, 2010. On March 22, 2010, it issued a press release confirming this date.

[9] Between 2005 and the end of 2008, as part of its efforts to gain FDA approval for tesamorelin, Thera undertook two "phase-three" clinical trials of the drug that aimed to test its safety and efficacy among HIV patients. A phase-three clinical trial is a randomized, relatively large-scale test of a drug's safety and therapeutic effect on patients. Because the growth hormone that tesamorelin triggers is associated with increased risk of diabetes, the clinical trials measured the blood sugar levels of participating patients to evaluate potential side effects of the drug.

[10] Throughout this period, Thera regularly disclosed information about the progress of its clinical

préparés par la société qui présente la demande. Les documents de la FDA contiennent notamment un exposé contextuel énonçant les enjeux cruciaux soulevés par la demande, ainsi que les questions auxquelles la FDA voudrait que le comité consultatif réponde après avoir étudié l'ensemble de l'information. À la lumière des renseignements contenus dans la série de documents, le comité consultatif peut décider de recommander à la FDA d'approuver ou de rejeter la demande de drogue nouvelle. La FDA suit en général l'avis du comité consultatif, mais elle n'est pas tenue de le faire.

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

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

[10] Au cours de cette période, Thera a informé régulièrement ses actionnaires de la progression

trials to its shareholders. In its 2008 Annual Notice, Thera commented on the results of its studies showing a “good safety profile”, and indicated it would study tesamorelin’s effects related to glucose intolerance.

[11] In a press release on November 11, 2009, Thera announced the combined results of its phase-three clinical trials, which indicated that possible side effects of the drug on blood sugar were not clinically significant. On March 1, 2010, Thera announced the publication of these results in an article in the *Journal of Acquired Immune Deficiency Syndromes*, concluding that the benefits of the drug were “achieved without significant side effects or perturbation of glucose”.

[12] In April 2010, Thera provided the FDA with a Briefing Package that contained a description of tesamorelin and a summary of the results from the different clinical studies that Thera had already disclosed to its investors. This Briefing Package is traditionally made public by the FDA when it publishes its own briefing materials. In its Briefing Package, Thera explained that

[t]he effect of tesamorelin administration on glycemic parameters was a theoretical safety concern because of well known diabetogenic effect of GH [growth hormone]. In the Phase 3 studies, no clinically significant differences were observed over 52 weeks between tesamorelin 2 mg and placebo for changes from baseline in FBG, insulin, HOMA-IR, and HbA1c. With regard to FBG shifts and changes in glucose categories, as well as shifts in HbA1c categories, greater differences from baseline occurred in the tesamorelin group. Nevertheless, there was some reversal of these effects after the first 26 weeks. Overall, the data suggest no major safety concerns with regard to glucose homeostasis and that any glycemic changes can be managed in clinical practice. [Emphasis added.]

des essais cliniques. Dans sa Notice annuelle pour l’année 2008, Thera a commenté les résultats d’études faisant état d’un « bon profil d’innocuité », et a indiqué qu’elle étudierait les effets de la tésamoréline chez les patients intolérants au glucose.

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

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

[TRADUCTION] L’effet de l’administration de la tésamoréline sur les paramètres glycémiques constituait une préoccupation théorique en matière d’innocuité en raison de l’effet diabétogène bien connu de l’hormone de croissance. Dans les études de phase 3, aucun changement cliniquement significatif par rapport aux valeurs de référence n’a été observé pendant 52 semaines, au cours desquelles 2 mg de tésamoréline ou un placebo ont été administrés, quant à la glycémie à jeun, à l’insuline, au modèle d’homéostasie de l’insulinorésistance (HOMA-IR) et à l’HbA1c. En ce qui concerne les variations de la glycémie à jeun, les changements de catégorie d’indice glycémique et les changements de catégorie d’HbA1c, des différences plus marquées par rapport aux valeurs de référence ont été observées dans le groupe ayant reçu la tésamoréline. Il y avait cependant un certain renversement de ces effets après les 26 premières semaines. Globalement, les données ne révèlent aucune préoccupation majeure en matière d’innocuité en ce qui concerne l’homéostasie du glucose, et elles indiquent que tout changement lié à la glycémie peut être traité cliniquement. [Je souligne.]

[13] On May 11, 2010, the FDA sent Thera a briefing document it had prepared for the Advisory Committee meeting, including a copy of a Background Introductory Memorandum which contained questions about tesamorelin's side effects. FDA policy was to publish on its website all the materials assembled for the new drug application at least 48 hours before an Advisory Committee meeting. In accordance with its policy, on May 25, the FDA published the information it had compiled about tesamorelin, including the briefing materials compiled by both Thera and the FDA.

[14] The FDA's Background Introductory Memorandum attracted the attention of stock quotation enterprises, including Dow Jones who, on the basis of the questions that the FDA had asked its Advisory Committee, expressed concern that tesamorelin could increase the risk of diabetes. At about 9 a.m. on May 25, for example, Dow Jones issued a press release that said: "FDA: Theratechnologies Drug Cuts Abdominal Fat In HIV Patients". A minute later, it issued a second press release: "FDA: Proposed Theratechnologies Drug Might Increase Diabetes Risk". At about 9:30 a.m., it released a short article that underscored the efficacy of the drug, but also drew attention to the fact that some patients in the study had experienced an increased risk of diabetes. The article did not specify that Thera's clinical results had concluded that the effects of tesamorelin on the glycemic parameters of these patients were minor, transitory, and easily clinically managed.

[15] Thera did not react publicly because it believed the briefing documents it had already provided to the FDA and the clinical results it had already made public to its investors offered a comprehensive response to the specific questions the FDA had posed.

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

[14] L'exposé contextuel préparé par la FDA a attiré l'attention des entreprises de cotation boursière, dont Dow Jones, laquelle, après avoir pris connaissance des questions soumises par la FDA à son comité consultatif, s'est dite préoccupée par le fait que la tésamoréline pourrait accroître le risque de diabète. Vers 9 h le 25 mai, par exemple, la société Dow Jones a publié un communiqué de presse rédigé comme suit : [TRADUCTION] « FDA : Le médicament de Theratechnologies réduit la graisse abdominale chez les patients atteints du VIH ». Une minute plus tard, elle en publiait un deuxième : « FDA : Le médicament proposé par Theratechnologies pourrait accroître le risque de diabète ». Vers 9 h 30, elle publiait un court article dans lequel elle soulignait l'efficacité du médicament, mais attirait également l'attention sur le fait que, chez certains patients ayant participé à l'étude, le risque de diabète avait augmenté. L'article ne précisait pas que les essais cliniques effectués par Thera avaient permis de conclure que les effets de la tésamoréline sur les paramètres glycémiques de ces patients étaient mineurs, transitoires et facilement traitables cliniquement.

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

[16] When Mr. St-Germain became aware of the Dow Jones press releases on May 25, he decided to sell his company's shares of Thera, resulting in a net loss of \$271,752 from the shares' value on May 21, 2010. For the next two days, Thera's shares were traded extensively and their price dropped by 58 percent. On May 27, 2010, the Toronto Stock Exchange stopped all transactions of Thera's shares. The same day, the Advisory Committee unanimously voted in favour of approving Thera's new drug application for tesamorelin. Thera announced this news by press release late that afternoon. On May 28, when trading of Thera's stock resumed, its share price recovered. The FDA approved the new drug application on November 10, 2010.

[17] 121851 sought judicial authorization under s. 225.4 of the *Securities Act* to launch a class action proceeding for damages, claiming that the information that diabetes was among the potential side effects of tesamorelin and the FDA's questions about those side effects amounted to a material change in Thera's business, operations or capital, triggering timely disclosure obligations in the form of a reassuring press release under s. 73 of the *Securities Act*:

73. A reporting issuer shall provide periodic disclosure about its business and internal affairs, including its governance practices, timely disclosure of a material change and any other disclosure prescribed by regulation in accordance with the conditions determined by regulation.

Section 225.4 states:

225.4 No action for damages may be brought under this division without the prior authorization of the court.

[16] Lorsque M. St-Germain a pris connaissance des communiqués de presse publiés par Dow Jones le 25 mai, il a décidé de vendre les actions de Thera détenues par sa société, enregistrant ainsi une perte nette de 271 752 \$ par rapport à la valeur du titre en date du 21 mai 2010. Au cours des deux jours suivants, les actions de Thera ont fait l'objet d'un fort volume de transactions et le prix de l'action a chuté de 58 p. 100. Le 27 mai 2010, la Bourse de Toronto a décrété un arrêt des transactions sur le titre de Thera. Le même jour, le comité consultatif a voté à l'unanimité en faveur de l'approbation de la demande de drogue nouvelle présentée par Thera à l'égard de la tésamoréline. Plus tard dans l'après-midi, Thera a publié un communiqué de presse dans lequel elle annonçait la nouvelle. Le 28 mai, à la reprise des transactions sur le titre de Thera, le prix de ses actions s'est rétabli. La FDA a approuvé la demande de drogue nouvelle le 10 novembre 2010.

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

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

L'article 225.4 dispose :

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

The request for authorization must state the facts giving rise to the action. It must be filed together with the projected statement of claim and be notified by bailiff to the parties concerned, with a notice of at least 10 days of the date of presentation.

The court grants authorization if it deems that the action is in good faith and there is a reasonable possibility that it will be resolved in favour of the plaintiff.

[18] The Motions Judge concluded that the authorization mechanism in s. 225.4 of the *Securities Act* imposed a higher threshold than art. 1003 of the *Code of Civil Procedure*, CQLR, c. C-25 (*C.P.C.*), which deals with the authorization of class actions generally, but found sufficient evidence to support the conclusion that 121851's action had a reasonable possibility of success.

[19] An appeal by Thera to the Court of Appeal was dismissed. The Court of Appeal agreed with the Motions Judge that the screening mechanism under s. 225.4 was more stringent than for the authorization of a class action under art. 1003 of the *Code of Civil Procedure* and required more than a mere possibility of success. It noted that the legislative intention behind s. 225.4 was to make the provision a more robust screening mechanism.

[20] Based on documentary evidence and Mr. St-Germain's testimony, the Court of Appeal was of the view that there was a reasonable possibility that the action would be resolved in his company's favour. As a result, it upheld the order authorizing an action for damages.

Analysis

[21] Section 225.4 of the *Securities Act* is part of a new regime of statutory civil liability to address breaches of disclosure obligations in the secondary market, the market in which a company's shares are traded publicly after they have been issued or distributed by the company. This provision sets out two substantive criteria for the authorization of an action for damages: the action must be brought in good faith and there must be a reasonable possibility that it will be resolved in favour of the claimant. There

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

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

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

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

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

Analyse

[21] L'article 225.4 de la *Loi sur les valeurs mobilières* s'inscrit dans un nouveau régime de responsabilité civile visant à lutter contre les atteintes à l'obligation de divulgation dans le marché secondaire, le marché où se négocient publiquement les actions qu'une entreprise a émises ou distribuées. Cet article énonce deux conditions de fond de l'autorisation d'intenter une action en dommages-intérêts : l'action doit être intentée de bonne foi, et il doit exister une possibilité raisonnable que le demandeur

is no dispute that 121851's action is brought in good faith. This case turns then on the interpretation of "a reasonable possibility" that 121851's action will be resolved in its favour. The history and objectives of the authorization mechanism set by s. 225.4 in the context of the *Securities Act* as a whole assist in this exercise.

[22] Like its counterparts elsewhere in Canada, Quebec's *Securities Act* requires companies whose shares are traded in the secondary market to regularly disclose certain information to their security holders and the provincial securities regulator: s. 73; *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, c. 418, s. 85; *Securities Act*, R.S.A. 2000, c. S-4, s. 147; *Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S.5, s. 75; *Securities Act*, R.S.N.S. 1989, c. 418, s. 81; *Securities Act*, S.N.B. 2004, c. S-5.5, s. 89(1).

[23] Continuous disclosure obligations fall into two categories: periodic disclosure and timely disclosure. Periodic disclosure must be made at regular intervals, typically through the regular provision of documents such as proxy circulars, financial statements and insider trading reports. In these regularly issued documents, companies must disclose all material *facts* — that is, anything "that may reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of securities issued": *Securities Act* (Quebec), s. 5 "material fact".

[24] Timely disclosure obligations, on the other hand, are imposed only when there has been a material *change* in the issuer's affairs. Material changes, which arise from changes in the issuers' business, operations or capital, must be disclosed at the time they occur: *Securities Act* (Quebec), s. 5.3; Mark R. Gillen, *Securities Regulation in Canada* (3rd ed. 2007), at p. 211; David Johnston, Kathleen Doyle Rockwell and Cristie Ford: *Canadian Securities Regulation* (5th ed. 2014), at p. 249.

ait gain de cause. Nul ne conteste que l'action de 121851 est intentée de bonne foi. Le présent pourvoi porte donc sur l'interprétation à donner aux termes « possibilité raisonnable » que le demandeur ait gain de cause. L'historique et les objectifs du mécanisme d'autorisation qu'établit l'art. 225.4 dans le contexte de la *Loi sur les valeurs mobilières* dans son ensemble facilitent cet exercice.

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

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

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

[25] Both periodic and timely disclosure obligations are designed to increase fairness in the secondary market:

[Continuous disclosure] . . . is designed to create a “level playing field” where all investors have access to the same information and all pricing and investment decisions are made from the same starting point. Of course, investors may still value securities differently, depending on how they interpret that information. Different investors have different goals, typically balanced between risk and return. Riskier investments generally yield higher returns, and vice versa. Securities regulation does not tell investors what to do, nor steer them toward or away from particular investments. It should, however, ensure that they have enough information to assess properly the risks involved and make fully informed decisions. [Footnote omitted; Johnston, Rockwell and Ford, at p. 249.]

As a result, the policy of ensuring this “level playing field” reified in statutory continuous disclosure obligations has been called “the most fundamental principle of securities regulation”: *Cartaway Resources Corp. (Re)*, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL), at para. 216; *Cornish v. Ontario Securities Commission* (2013), 306 O.A.C. 107 (S.C.J.), at para. 40.

[26] Disclosure also supports capital market efficiency by helping investors target the most deserving securities and enhancing the accountability of corporate management: *Cornish*, at para. 40. As investors realize that they have the necessary information, they become more confident in the securities market, and their consequent increased participation leads to more efficient markets: Johnston, Rockwell and Ford, at p. 249.

[27] Section 225.4 emerged directly out of Canada-wide efforts to develop a more meaningful and accessible form of recourse for investors. Historically, Canadian investors in the secondary

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

[TRADUCTION] [L’information continue] [. . .] vise à établir « des règles du jeu équitables pour tous », en ce que les investisseurs ont accès à la même information et toutes les décisions qui concernent l’attribution d’une valeur ou l’investissement reposent sur la même base. Certes, les investisseurs peuvent malgré tout attribuer aux titres une valeur différente, selon l’interprétation qu’ils font de cette information. Différents investisseurs poursuivent des objectifs différents, habituellement en tenant compte du risque et du rendement. Les investissements à plus haut risque offrent généralement un rendement plus élevé, et vice versa. La réglementation des valeurs mobilières ne dit pas aux investisseurs ce qu’ils doivent faire, ni ne leur suggère ou leur déconseille des investissements en particulier. Elle doit toutefois veiller à ce que les investisseurs aient suffisamment d’information pour évaluer convenablement le risque et prendre des décisions parfaitement éclairées. [Note en bas de page omise; Johnston, Rockwell et Ford, p. 249.]

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

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

[27] L’article 225.4 découle directement des efforts déployés dans l’ensemble du Canada pour que les investisseurs puissent disposer d’un recours valable et plus accessible. Auparavant, les Canadiens

trading market did not have access to a statutory cause of action when they suffered losses as a result of breaches of legislated continuous disclosure obligations. In common law jurisdictions, investors had to rely on the tort of negligent misrepresentation, which required, among other things, that investors prove that they had relied on the misinformation or omission of information to their detriment: A. C. Pritchard and Janis P. Sarra, “Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada” (2010), 47 *Alta. L. Rev.* 881, at p. 885. Because it was extremely difficult to prove such reliance when securities were purchased in the secondary market, this requirement put meaningful redress out of reach for many who were harmed by dubious disclosure practices: Joseph Groia and Pamela Hardie, *Securities Litigation and Enforcement* (2nd ed. 2012), at p. 352.

[28] In Quebec, investors faced a similarly heavy burden under the *Civil Code*. To establish civil liability, claimants were required to prove a fault, such as the publication of misinformation or the failure to meet a statutory disclosure obligation; that they suffered prejudice; and that there was a causal link between the fault and the prejudice — that is, that they had relied on the misinformation in making the trade: arts. 1457 and 1607 of the *Civil Code of Québec*. Demonstrating the requisite causal link proved to be particularly onerous in the securities context: Quebec, National Assembly, Committee on Public Finance, “Étude détaillée du projet de loi n° 19 — Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d’autres dispositions législatives”, *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, No. 10, 1st Sess., 38th Leg., October 25, 2007 (“Étude détaillée”), at p. 2.

[29] During the 1990s, following a series of high profile misrepresentations and incidents of questionable disclosure practices among publicly traded companies in Canada, the Toronto Stock Exchange created the Allen Committee to re-examine the regime governing disclosure in the secondary

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

[28] Au Québec, les investisseurs devaient s’acquitter d’un fardeau tout aussi lourd sous le régime du *Code civil*. Pour établir la responsabilité civile, les demandeurs devaient prouver la faute, par exemple la publication d’une information erronée ou un manquement à l’obligation d’information prévue par la loi; qu’ils avaient subi un préjudice et qu’il existait un lien causal entre la faute et le préjudice — c’est-à-dire, qu’ils s’étaient fondés sur l’information erronée au moment de la transaction : art. 1457 et 1607 du *Code civil du Québec*. La démonstration du lien causal requis était particulièrement difficile dans le contexte des valeurs mobilières : Assemblée nationale du Québec, Commission permanente des finances publiques, « Étude détaillée du projet de loi n° 19 — Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d’autres dispositions législatives », *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques*, vol. 40, n° 10, 1^{re} sess., 38^e lég., 25 octobre 2007 (« Étude détaillée »), p. 2.

[29] Au cours des années 1990, après une série d’affaires médiatisées de déclarations inexactes et de cas de pratiques de divulgation douteuses impliquant des sociétés ouvertes canadiennes, la Bourse de Toronto a chargé le comité Allen de ré-examiner le régime régissant la divulgation sur le

market. The Allen Committee concluded that the “current sanctions and funding available to regulators . . . are inadequate” and “the remedies available to investors in secondary trading markets who are injured by misleading disclosure are so difficult to pursue that they are, as a practical matter, largely hypothetical”: Committee on Corporate Disclosure, *Final Report — Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (Toronto Stock Exchange, 1997), at p. 5. It recommended the creation of a statutory civil liability regime that would help investors sue issuers, directors, and officers who violated their statutory disclosure obligations.

[30] The Canadian Securities Administrators, an umbrella organization of Canada’s provincial and territorial securities regulators, adopted most of the Committee’s recommendations and began developing proposals to implement them across Canada: “Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of ‘Material Fact’ and ‘Material Change’”, CSA Notice 53-302, reproduced in (2000), 23 OSCB 7383. Despite the fact that the Allen Committee had not recommended it, and in order to discourage the kind of strike suits that had become common in the United States under more investor-friendly regimes, the Canadian Securities Administrators recommended that in addition to reducing the burden of proof on investors, the new liability regime should include a “screening mechanism” to ensure that only claims with a reasonable chance of success would be brought:

This screening mechanism is designed not only to minimize the prospects of an adverse court award in the absence of a meritorious claim but, more importantly, to try to ensure that unmeritorious litigation, and the time and expense it imposes on defendants, is avoided or

marché secondaire. Le comité Allen a conclu que les [TRADUCTION] « sanctions actuelles et le financement accordé aux organismes de réglementation [. . .] sont inadéquats » et que « les recours auxquels ont accès les investisseurs du marché secondaire qui sont lésés par suite d’une divulgation trompeuse sont si difficiles à exercer qu’ils sont, d’un point de vue pratique, largement hypothétiques » : Committee on Corporate Disclosure, *Final Report — Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (Bourse de Toronto, 1997), p. 5. Le comité a recommandé la création d’un régime légal de responsabilité civile qui aiderait les investisseurs à poursuivre en justice les émetteurs, les dirigeants et les administrateurs qui manquent à leurs obligations légales d’information.

[30] Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un organisme qui regroupe les autorités de réglementation des valeurs mobilières de chaque province et territoire, ont adopté la plupart des recommandations du comité et ont commencé à élaborer des propositions pour les mettre en œuvre dans tout le pays : « Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change” », CSA Notice 53-302, reproduit à (2000), 23 OSCB 7383. Bien que ces mesures n’aient pas été recommandées par le comité Allen, et afin de décourager le genre de recours opportunistes devenus courants aux États-Unis en vertu de régimes plus favorables aux investisseurs, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont recommandé non seulement la réduction du fardeau de preuve qui incombait aux investisseurs, mais également l’instauration d’un nouveau régime de responsabilité doté d’un « mécanisme de filtrage », de sorte que seules pourraient être intentées les actions à l’égard desquelles il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause :

[TRADUCTION] Ce mécanisme de filtrage vise non seulement à réduire les possibilités d’une décision judiciaire défavorable si la cause se révèle sans fondement, mais plus important encore, à faire en sorte d’éviter les recours non fondés, et d’éviter que les défendeurs y consacrent du

brought to an end early in the litigation process. By offering defendants the reasonable expectation that an unmeritorious action will be denied the requisite leave to be commenced, the 2000 Draft Legislation should better enable defendants to fend off coercive efforts by plaintiffs to negotiate the cash settlement that is often the real objective behind a strike suit. [Emphasis added; *ibid.*, at p. 7390.]

[31] In 2002, Ontario became the first province to implement the Canadian Securities Administrators' recommendations by inserting a new liability regime into its *Securities Act*. The legislation included a screening mechanism that limited actions against public companies for breaches of continuous disclosure obligations to those actions instituted in good faith with "a reasonable possibility" of being resolved at trial in favour of the plaintiff: s. 138.8(1).

[32] Quebec implemented the recommendations of the Canadian Securities Administrators through Bill 19, *An Act to amend the Securities Act and other legislative provisions*, S.Q. 2007, c. 15, which received assent on November 9, 2007. When Bill 19 was before the legislature, Monique Jérôme-Forget, the Minister of Finance at the time, said:

[TRANSLATION] The recourse proposed in Bill 19 is highly harmonized with that in place in Ontario, which is recourse that strongly inspired the other provinces and territories. Only the necessary adjustments were made to reflect civil law notions and vocabulary, and to ensure its harmonious integration into the Québec legislative corpus, including the Securities Act, into which it will be incorporated.

("Étude détaillée", at p. 1)

[33] Under this regime, when a security is acquired or transferred at the time of a false declaration or omission of information that should have been disclosed, the fluctuation in the value of the security is presumed to be attributable to that fault. Investors were thereby released from the heavy

temps et de l'argent, ou à faire en sorte que l'on mette fin au recours au début du processus. En faisant en sorte que les défendeurs puissent raisonnablement s'attendre à ce que l'autorisation d'intenter toute action non fondée soit refusée, l'avant-projet de loi (2000) devrait permettre aux défendeurs de repousser plus facilement les demandeurs qui tentent de les contraindre à négocier le règlement au comptant qui, bien souvent, est le véritable objectif d'une poursuite opportuniste. [Je souligne; *ibid.*, p. 7390.]

[31] En 2002, l'Ontario est devenu la première province à mettre en œuvre les recommandations des Autorités canadiennes des valeurs mobilières en incorporant un nouveau régime de responsabilité dans sa *Loi sur les valeurs mobilières*. La Loi comporte un mécanisme de filtrage qui limite les actions pour violation des obligations d'information continue intentées contre les entreprises publiques à celles qui sont intentées de bonne foi et dont il est « raisonnablement possible » qu'elles soient réglées au moment du procès en faveur du demandeur : par. 138.8(1).

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

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

(« Étude détaillée », p. 1)

[33] Sous ce régime, lorsqu'un titre est acquis ou transféré à la suite d'une fausse déclaration ou d'un défaut de fournir une information qui aurait dû l'être, la fluctuation de la valeur du titre est présumée être attribuable à cette faute. Les investisseurs se trouvent ainsi libérés du lourd fardeau

burden of demonstrating that the variation in the market price of the security was linked to the mis-information or omission, and from demonstrating that they personally relied on that information or omission in buying or transferring the security.

[34] The scheme also establishes an authorization mechanism to permit only actions in good faith with a “reasonable possibility of success”. As the Court of Appeal noted, Quebec’s new regime therefore reflected an attempt to strike a balance between preventing unmeritorious litigation and strike suits and, at the same time, ensuring that investors have a meaningful remedy when issuers breach disclosure obligations.

[35] Given this history, I agree with the Court of Appeal and Motions Judge that the “reasonable possibility” of success required under s. 225.4 sets out a different and higher standard than the general threshold for the authorization of a class action under art. 1003 of the *C.C.P.* Under art. 1003, the court seeks only to identify whether “the facts alleged seem to justify the conclusions sought” — that is, whether the applicant has established “a good colour of right”: *Infineon Technologies AG v. Option consommateurs*, [2013] 3 S.C.R. 600, at para. 62; *Guimond v. Quebec (Attorney General)*, [1996] 3 S.C.R. 347, at paras. 5 and 9-10; *Marcotte v. Longueuil (City)*, [2009] 3 S.C.R. 65, at para. 94. As this Court pointed out in *Infineon Technologies*, the low threshold for authorizing a class action under art. 1003 of the *C.C.P.* reflects the “twin objectives of deterrence and compensation that animate the class action system”: para. 125.

[36] The Quebec legislature used different language in s. 225.4 to create a more meaningful screening mechanism in the securities context so that costly strike suits and unmeritorious claims would be prevented. Courts are given an important gatekeeping role, which requires them to conduct a preliminary examination of the impugned action or inaction to

de démontrer que l’écart enregistré dans le prix du marché pour ce titre est lié à cette information erronée ou à ce défaut de fournir l’information, et du fardeau de démontrer qu’ils se sont personnellement fiés à cette information ou à l’absence de l’information au moment de l’achat ou du transfert du titre.

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

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

[36] Le législateur québécois a employé un libellé différent à l’art. 225.4 pour créer un mécanisme de filtrage qui soit plus significatif dans le contexte des valeurs mobilières et qui fasse ainsi obstacle aux poursuites opportunistes coûteuses et aux demandes non fondées. Les tribunaux s’y voient confier un important rôle de gardien, qui les oblige à procéder

assess whether it could be said to have a reasonable possibility of success: Pritchard and Sarra, at p. 893. The question before us is as Belobaba J. asked in *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) v. Manulife Financial Corp.* (2013), 44 C.P.C. (7th) 80 (Ont. S.C.J.):

Is this simply a screening mechanism to keep out “strike suits” that are plainly unmeritorious and have no chance of success? Or, is this a preliminary merits test that should have more bite? [para. 36]

[37] I am aware that there has been some discussion in the Ontario and British Columbia courts about what the threshold is, all seeking to find a balance between preventing cases without a realistic prospect of success but encouraging those with a likelihood of success: *Silver v. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (Ont. S.C.J.), at para. 324, leave to appeal refused (2011), 105 O.R. (3d) 212 (Div. Ct.); *Dobbie v. Arctic Glacier Income Fund* (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (Ont. S.C.J.), at paras. 129-30; *Round v. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, at para. 76, aff’d (2012), 39 B.C.L.R. (5th) 44 (C.A.); *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) v. Celestica Inc.* (2014), 49 C.P.C. (7th) 12 (Ont. S.C.J.), at para. 112; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) v. Celestica Inc.* (2014), 118 O.R. (3d) 641 (C.A.), at paras. 81-89.

[38] In my view, as Belobaba J. suggested in *Ironworkers*, the threshold should be more than a “speed bump” (para. 39), and the courts must undertake a reasoned consideration of the evidence to ensure that the action has some merit. In other words, to promote the legislative objective of a robust deterrent screening mechanism so that cases without merit are prevented from proceeding, the threshold requires that there be a reasonable or realistic chance that the action will succeed.

à un examen préliminaire de l’action ou de l’inaction en cause afin de déterminer s’il est possible de dire qu’il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause : Pritchard et Sarra, p. 893. La question dont nous sommes saisis est la même que celle que le juge Belobaba s’est posée dans *Ironworkers Ontario Pension Fund (Trustee of) c. Manulife Financial Corp.* (2013), 44 C.P.C. (7th) 80 (C.S.J. Ont.) :

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

[37] Je suis consciente que certains tribunaux de l’Ontario et de la Colombie-Britannique ont abordé la question du critère préliminaire, et qu’ils ont tous cherché à établir un équilibre entre la nécessité d’empêcher les actions sans possibilité réaliste de succès et le besoin d’encourager celles qu’il serait possible d’accueillir : *Silver c. Imax Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (C.S.J. Ont.), par. 324, autorisation d’appel refusée (2011), 105 O.R. (3d) 212 (C. div.); *Dobbie c. Arctic Glacier Income Fund* (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (C.S.J. Ont.), par. 129-130; *Round c. MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.*, 2011 BCSC 1416, par. 76, conf. par (2012), 39 B.C.L.R. (5th) 44 (C.A.); *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.* (2014), 49 C.P.C. (7th) 12 (C.S.J. Ont.), par. 112; *Millwright Regional Council of Ontario Pension Trust Fund (Trustees of) c. Celestica Inc.* (2014), 118 O.R. (3d) 641 (C.A.), par. 81-89.

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

[39] A case with a reasonable possibility of success requires the claimant to offer both a plausible analysis of the applicable legislative provisions, and some credible evidence in support of the claim. This approach, in my view, best realizes the legislative intent of the screening mechanism: to ensure that cases with little chance of success — and the time and expense they impose — are avoided. I agree with the Court of Appeal, however, that the authorization stage under s. 225.4 should not be treated as a mini-trial. A full analysis of the evidence is unnecessary. If the goal of the screening mechanism is to prevent costly strike suits and litigation with little chance of success, it follows that the evidentiary requirements should not be so onerous as to essentially replicate the demands of a trial. To impose such a requirement would undermine the objective of the screening mechanism, which is to protect reporting issuers from unsubstantiated strike suits and costly unmeritorious litigation. What *is* required is sufficient evidence to persuade the court that there is a reasonable possibility that the action will be resolved in the claimant's favour.

[40] 121851 alleges that Thera breached its obligation under s. 73 of the *Securities Act* to provide timely disclosure of material changes to its investors. Section 5.3 of the *Securities Act* defines a “material change” as

a change in the business, operations or capital 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, or a decision to implement such a change made by the directors or by senior management of the issuer who believe that confirmation of the decision by the directors is probable.

As this statutory definition makes clear, a material change has two components. There must be a change in the business, operations or capital of the issuer

[39] Pour démontrer une possibilité raisonnable d'avoir gain de cause, le demandeur doit offrir une analyse plausible des dispositions législatives applicables, et il doit également présenter des éléments de preuve crédibles à l'appui de sa demande. Cette approche est celle qui, à mon avis, permet le mieux de réaliser l'intention qu'avait le législateur lorsqu'il a instauré le mécanisme de filtrage : faire en sorte d'écarter les demandes qui n'ont guère de chances d'être accueillies — et d'éviter que l'on y consacre en vain temps et argent. Je suis d'accord avec la Cour d'appel, cependant, pour dire que l'étape de l'autorisation prévue par l'art. 225.4 ne doit pas être traitée comme un mini-procès. Il n'est pas nécessaire de procéder à une analyse complète de la preuve. Si le mécanisme de filtrage a pour objectif d'écarter les poursuites opportunistes coûteuses et celles qui ont peu de chances d'être accueillies, il s'ensuit que les exigences en matière de preuve ne doivent pas être lourdes au point d'être pratiquement identiques à celles d'un procès. De telles exigences compromettraient l'objectif du mécanisme de filtrage, soit de protéger les émetteurs assujettis contre les poursuites opportunistes et les recours non fondés et coûteux. Ce qui *est* exigé, c'est une preuve suffisante pour convaincre le tribunal de l'existence d'une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause.

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

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

Il ressort clairement de cette définition que le changement important comporte deux éléments. Il faut un changement dans l'activité, l'exploitation ou le

and the change must be material, which means it would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of the securities of the issuer: *Securities Act*, s. 5.3. Both elements are required to trigger an obligation of timely disclosure.

[41] 121851 argues that a material change occurred on May 11, 2010, when Thera received the FDA briefing materials, which included a Background Introductory Memorandum asking the Advisory Committee to comment on “the findings of glucose intolerance and development of diabetes associated with Egrifta [tesamorelin] therapy and its impact on longterm cardiovascular risk”. This information was made public on May 25, 2010, when the FDA posted the memorandum, alongside all the briefing materials it had generated on tesamorelin, on its website.

[42] In my view, however, 121851 has not pointed to any evidence that could qualify as a material change in Thera’s operations, capital or business as described in s. 5.3 of the *Securities Act*. And without some evidence of a material change that corresponds to the statutory requirements, 121851’s action cannot reasonably hope to succeed.

[43] Tesamorelin operates by activating a growth hormone, which, in other contexts, has been associated with an increased risk of diabetes. Thera’s phase-three clinical trials measured the blood sugar levels of participating patients to evaluate the risk associated with this potential side effect. The trials compared five glycemic parameters recognized by the scientific community and the American Diabetes Association in patients taking tesamorelin and patients taking a placebo, and revealed that tesamorelin did not have a clinically significant effect on the glucose levels of patients.

[44] The results of the clinical trials were disclosed to shareholders as they became available.

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

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

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

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

[44] Les résultats de ces essais cliniques ont été communiqués aux actionnaires aussitôt qu’ils ont

In its November 2008 Annual Notice, for example, Thera summarized its clinical results to date and noted that

the administration of [the hormone] is not indicated for glucose-intolerant patients, a condition often observed in these patients. Consequently, Theratechnologies decided to study the effect of tesamorelin in the treatment of this condition. Highlights of the study included a good safety profile, a clear effect on body composition and a clinically relevant reduction in visceral fat while subcutaneous fat was preserved.

[45] On November 11, 2009, Thera, in collaboration with two external experts, presented the combined results of its two phase-three clinical trials at the 12th European AIDS Conference. The fact of this presentation and its content were disclosed to investors via a press release, which stated that “[n]o clinically important changes in glucose parameters were observed after treatment with tesamorelin”

[46] On March 1, 2010, Thera issued a press release announcing the publication of a study detailing its combined clinical results in the publicly available *Journal of Acquired Immune Deficiency Syndromes*. The press release provided a link to the study, which included an abstract highlighting the clinical results and concluding that the potential side effects of tesamorelin were not significant:

Tesamorelin reduces visceral fat by approximately 18% and improves body image distress in HIV-infected patients with central fat accumulation. These changes are achieved without significant side effects or perturbation of glucose. [p. 311]

[47] Through these press releases, Thera disclosed to its shareholders that it was monitoring tesamorelin’s side effects, including on patients’ blood sugar levels. It provided both summaries and full studies detailing the results of its clinical trials. There is no allegation that any of these reports were either false or misleading. A reasonable investor

été disponibles. Dans sa Notice annuelle de novembre 2008 par exemple, Thera a résumé les résultats cliniques jusque-là obtenus et a indiqué ce qui suit :

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

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

[46] Le 1^{er} mars 2010, Thera a annoncé par un communiqué de presse la publication d’un article exposant dans le détail les résultats combinés de ses essais cliniques dans le *Journal of Acquired Immune Deficiency Syndromes*, accessible au public. Ce communiqué contenait un lien avec cet article, dont le résumé faisait ressortir les résultats cliniques et concluait que les effets secondaires potentiels de la tésamoréline n’étaient pas significatifs :

[TRADUCTION] La tésamoréline réduit d’environ 18 p. 100 le tissu adipeux viscéral et améliore l’image corporelle des patients infectés par le VIH qui présentent un excès de graisse abdominale. Ces changements sont obtenus sans effets secondaires significatifs ni perturbation du glucose. [p. 311]

[47] Par ces communiqués de presse, Thera a informé ses actionnaires qu’elle surveillait les effets secondaires de la tésamoréline, notamment sur la glycémie des patients. Elle a fourni à la fois des résumés et des études détaillées des résultats de ses essais cliniques. Personne ne prétend que l’un ou l’autre de ces rapports était faux ou trompeur. Tout

who read Thera’s news releases would have known that blood sugar issues and diabetes were potential side effects of the drug, and that Thera’s clinical trials had found they were not clinically significant.

[48] As a result, this case can be distinguished from *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557, in which the Court held that information contained in drilling results regarding a mining company’s exploration site could constitute a material change in the “business, operations, assets or ownership of the issuer”, since they could reasonably be expected to significantly affect the company’s assets. Unlike the drilling results at issue in *Pezim*, the potential side effects of tesamorelin had already been disclosed to shareholders well before the FDA published its questions and the rest of its briefing materials. There was no new information about the side effects of tesamorelin that required timely disclosure as of May 11, 2010.

[49] 121851’s argument is more analogous to the claim in *Kerr v. Danier Leather Inc.*, [2007] 3 S.C.R. 331. The company, which was making an initial public offering (IPO) of its shares, had issued preliminary prospectuses which included a sales forecast for the fourth quarter of the fiscal year to its potential investors. Unseasonably warm weather, however, knocked the company’s sales forecasts off track as the quarter progressed. After its IPO had closed, the company disclosed its intra-quarterly results in a press release, triggering a sharp drop in its share value. Although the company ultimately realized its initial sales forecasts, the claimants launched a class action, alleging that the company had withheld the intra-quarterly results to ensure the success of its IPO.

investisseur raisonnable ayant lu les communiqués de presse de Thera aurait su que les problèmes de glycémie et de diabète faisaient partie des effets secondaires potentiels du médicament, et que les études cliniques effectuées par Thera concluaient que ces effets n’étaient pas cliniquement significatifs.

[48] Par conséquent, la présente affaire se distingue de l’affaire *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, où la Cour a conclu que les résultats d’essais effectués sur la composition minérale d’un site d’exploration minière pouvaient constituer pour un émetteur un changement important dans « ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d’actif ou sa propriété », puisqu’ils témoignaient d’un changement important dans la nature des éléments d’actif de l’entreprise. À la différence des résultats de forage en cause dans l’arrêt *Pezim*, l’information sur les effets secondaires potentiels de la tésamoréline avait déjà été communiquée aux actionnaires bien avant que la FDA ne publie ses questions et le reste de ses documents d’information. Aucun nouveau renseignement sur les effets secondaires de la tésamoréline ne devait faire l’objet d’une information occasionnelle en date du 11 mai 2010.

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

[50] This Court held that the intra-quarterly results did not constitute a material change to the business, operations or capital of the company because the warm weather that triggered the drop in sales was external to the company and its business:

... a change in intra-quarterly results is not itself a change in the issuer's business, operations or capital and, for that matter, does not necessarily signal that a material change has occurred. Sales often fluctuate (as here) in response to factors that are external to the issuer.

It almost goes without saying that poor intra-quarterly results may *reflect* a material change in business operations. A company that has, for example, restructured its operations may experience poor intra-quarterly results because of this restructuring, but it is the restructuring and not the results themselves that would amount to a material change and thus trigger the disclosure obligation. Additionally, poor intra-quarterly results may motivate a company to implement a change in its business, operations or capital in an effort to improve performance. Again, though, the disclosure obligation would be triggered by the change in the business, operations or capital, and not by the results themselves. [Emphasis in original; paras. 46-47.]

[51] The same is true in this case. 121851 argues that the FDA's preoccupation with the side effects represents a material change in Thera's operations, business or capital. But it has not pointed to any evidence to suggest that the questions the FDA posed to its Advisory Committee about these side effects, or the contents of its Briefing Package more generally, departed in any way from the regular and routine process through which the FDA assesses whether a drug should be approved. Nor is there any evidence that the questions reflected new and undisclosed information about tesamorelin. In fact, the evidence on the record suggests the opposite. It is FDA policy to prepare briefing materials for an Advisory Committee, including information compiled by both the FDA and the sponsoring company, and to

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

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

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

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

post those materials two days before an Advisory Committee meeting. Questions from the FDA to its expert Advisory Committee about the side effects of a drug do not constitute a departure from the normal FDA process, or, necessarily an indication of whether the drug will be approved. Rather, they are a routine step in the FDA's work to determine whether a drug's benefits outweigh its risks. As such, it is difficult to characterize these questions as any kind of change to Thera's business, operations, or capital requiring a reassuring public response from Thera.

[52] 121851 argues that the market's reaction demonstrates that the FDA's concerns about side effects constitute a material change. It points out that the Canadian Securities Administrators' "National Policy 51-201 Disclosure Standards" includes among its list of potentially "material" information "any development that affects the company's resources, technology, products or markets": Article 4.3. Because this example falls under the sub-heading of "changes in business and operations", 121851 submits that the FDA's questions are a development that could be considered a material change.

[53] This section of the policy, however, deals with the market impact of events, not whether they are best characterized as material facts or material changes. To adopt this list as dispositive of whether there was a change in the business, operations or capital of a reporting issuer would collapse the distinction between material facts and material changes, significantly expanding timely disclosure obligations beyond what is required by statute.

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

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

[53] Cette section de l'instruction générale traite cependant de l'incidence des événements en cause sur le marché, non de la question de savoir s'il convient mieux de les considérer comme des faits importants ou comme des changements importants. Considérer que cette liste est déterminante quant à savoir si un changement est survenu dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur assujéti ferait tomber la distinction

This would, in effect, allow the Canadian Securities Administrators' policy to amend Quebec's securities legislation, contrary to this Court's ruling in *Pezim*.

[54] It is true that Thera had sometimes disclosed routine aspects of the FDA process in press releases to its shareholders in the months leading up to the Advisory Committee meeting, but this does not bring the FDA's questions to its Advisory Committee within the statutory definition of a material change. Thera had a statutory duty to disclose material changes in its operations, capital or business in a timely manner, not to reassure its investors at every stage of the FDA approval process.

[55] Finally, even if Thera had issued a press release on May 11, 2010 after it received the FDA's briefing materials, it is not clear what reassurance Thera could have provided at this stage, given that the outcome of the FDA process, as every reasonable investor would have known and as Thera repeatedly made clear, is always uncertain. As the U.S. Supreme Court acknowledged in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), there are risks of excessive disclosure, which could "simply . . . bury the shareholders in an avalanche of trivial information — a result that is hardly conducive to informed decisionmaking": pp. 448-49, cited in *Cornish*, at para. 41.

[56] Because the evidence does not credibly point to a material change that could have triggered timely disclosure obligations, there is no reasonable possibility that 121851's action under s. 73 of the *Securities Act* could succeed. I would allow the appeal with costs.

entre les faits importants et les changements importants, ce qui aurait pour conséquence d'étendre la portée de l'obligation d'information occasionnelle bien au-delà de ce que prescrit la loi. Cela permettrait, dans les faits, aux Autorités canadiennes des valeurs mobilières de modifier par leur politique la loi québécoise sur les valeurs mobilières, ce qui irait à l'encontre de la conclusion de notre Cour dans *Pezim*.

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

[55] Enfin, même si elle avait publié un communiqué de presse le 11 mai 2010, après avoir reçu les documents d'information de la FDA, quelle information rassurante Thera aurait-elle pu fournir à cette étape, puisque l'issue du processus de la FDA, comme tous les investisseurs raisonnables le savent et comme Thera l'a dit clairement à plusieurs reprises, est toujours incertaine? Comme la Cour suprême des États-Unis l'a reconnu dans l'arrêt *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), l'information excessive présente des risques, dont celui de [TRADUCTION] « carrément [. . .] inonder les actionnaires de renseignements futiles, ce qui ne contribue pas à la prise de décisions éclairées » : p. 448-449, cité dans *Cornish*, par. 41.

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

Appeal allowed with costs.

Solicitors for the appellants: Fasken Martineau DuMoulin, Montréal.

Solicitors for the respondent: Savonitto & Ass. inc., Montréal.

Solicitors for the intervener: Siskinds, Desmeules, avocats, Québec; Siskinds, London.

Pourvoi accueilli avec dépens.

Procureurs des appelants : Fasken Martineau DuMoulin, Montréal.

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

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