

**Douglas Kerr, S. Grace Kerr and James
Frederick Durst** *Appellants*

v.

**Danier Leather Inc., Jeffrey Wortsman and
Bryan Tatoff** *Respondents*

and

Ontario Securities Commission *Intervener*

INDEXED AS: KERR v. DANIER LEATHER INC.

Neutral citation: 2007 SCC 44.

File No.: 31321.

2007: March 20; 2007: October 12.

Present: McLachlin C.J. and Bastarache, Binnie, LeBel,
Deschamps, Fish, Abella, Charron and Rothstein JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
ONTARIO

Commercial law — Securities — Prospectus misrepresentation — Company's prospectus projecting results for fourth quarter — Intra-quarterly results lagged behind projection after prospectus filed and before public offering closed — Intra-quarterly results not disclosed — Whether s. 130(1) of Securities Act requires company to disclose "material facts" arising after prospectus filed — Whether change in company's results amounted to "material change" requiring disclosure — Whether forecast contained implied representation of objective reasonableness — Whether Business Judgment Rule has any application to disclosure requirements of Securities Act — Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5, ss. 1, 57(1), 130(1).

Danier made an initial public offering of its shares through a prospectus. The prospectus contained a forecast that included Danier's projected results for the fourth quarter of the fiscal year. An internal company analysis prepared before its public offering closed showed

**Douglas Kerr, S. Grace Kerr et James
Frederick Durst** *Appellants*

c.

**Danier Leather Inc., Jeffrey Wortsman et
Bryan Tatoff** *Intimés*

et

**Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario** *Intervenante*

RÉPERTORIÉ : KERR c. DANIER LEATHER INC.

Référence neutre : 2007 CSC 44.

N° du greffe : 31321.

2007 : 20 mars; 2007 : 12 octobre.

Présents : La juge en chef McLachlin et les juges Bastarache, Binnie, LeBel, Deschamps, Fish, Abella, Charron et Rothstein.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DE L'ONTARIO

Droit commercial — Valeurs mobilières — Présentation inexacte des faits dans un prospectus — Prospectus d'une société contenant des prévisions de résultats pour le quatrième trimestre — Résultats intratrimetriels se révélant inférieurs aux prévisions après le dépôt du prospectus et avant la clôture de l'appel public à l'épargne — Résultats intratrimetriels non divulgués — L'article 130(1) de la Loi sur les valeurs mobilières oblige-t-il la société à divulguer les « faits importants » survenus après le dépôt du prospectus? — Le changement dans les résultats de la société constituait-il un « changement important » devant être divulgué? — Les prévisions comportaient-elles une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable? — La règle de l'appréciation commerciale s'applique-t-elle aux exigences de divulgation de la Loi sur les valeurs mobilières? — Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5, art. 1, 57(1), 130(1).

Danier a lancé un premier appel public à l'épargne par voie de prospectus. Le prospectus renfermait des prévisions, dont les résultats prévus pour le quatrième trimestre de l'exercice de Danier. Une analyse interne de la société, préparée avant la clôture de son appel public

that Danier's fourth quarter results were lagging behind its forecast. Danier did not disclose its intra-quarterly results before closing. The appellants therefore brought a class proceeding for prospectus misrepresentation under s. 130(1) of the Ontario *Securities Act*. The trial judge found Danier liable for statutory misrepresentation. He concluded that the prospectus impliedly represented that the forecast was objectively reasonable, both on the date the prospectus was filed and on the date the public offering closed. The poor fourth quarter results were material facts required by s. 130(1) to be disclosed before closing. The implied representation that the forecast was objectively reasonable, though true on the date the prospectus was filed, was false on the closing date. The Court of Appeal, however, reversed the trial judgment.

Held: The appeal should be dismissed.

The *Securities Act* is remedial legislation and is to be given a broad interpretation. It protects investors from the risks of an unregulated market, and by its assurance of fair dealing and by the promotion of the integrity and efficiency of capital markets it enhances the pool of capital available to entrepreneurs. The Act supplants the "buyer beware" mind set of the common law with compelled disclosure of relevant information. At the same time, in compelling disclosure, the Act recognizes the burden it places on issuers and sets the limits on what is required to be disclosed. When a prospectus is accurate at the time of filing, s. 57(1) of the Act limits the obligation of post-filing disclosure to notice of a "material change", which the Act defines in s. 1 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". An issuer has no similar express obligation to amend a prospectus or to publicize and file a report for the modification of material facts occurring after a receipt for a prospectus is obtained that do not amount to a "material change" within the meaning of the Act. A "material fact" is defined in the Act more broadly than a "material change" and includes "a fact that significantly affects, or would reasonably be expected to have a significant effect on, the market price or value of . . . securities". 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. The trial judge rightly found that Danier

à l'épargne, a démontré que les résultats du quatrième trimestre de Danier étaient inférieurs à ses prévisions. Danier n'a pas divulgué ses résultats intratrimestriels avant la clôture. Les appelants ont donc intenté un recours collectif pour présentation inexacte des faits dans un prospectus, en application du par. 130(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario. Le juge de première instance a tenu Danier civilement responsable de présentation inexacte des faits au sens de la Loi. Il a conclu que le prospectus déclarait implicitement que les prévisions étaient objectivement raisonnables, à la fois à la date de dépôt du prospectus et à la date de clôture de l'appel public à l'épargne. Les piètres résultats du quatrième trimestre constituaient des faits importants qui, aux termes du par. 130(1), devaient être divulgués avant la clôture. Bien qu'elle ait été vraie à la date de dépôt du prospectus, la déclaration implicite que les prévisions étaient objectivement raisonnables était fautive à la date de clôture. La Cour d'appel a toutefois infirmé le jugement de première instance.

Arrêt : Le pourvoi est rejeté.

La *Loi sur les valeurs mobilières* est une mesure législative corrective et doit recevoir une interprétation large. Elle protège les investisseurs contre les risques d'un marché non réglementé et, en assurant le caractère équitable des opérations et en favorisant l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers, elle accroît la disponibilité de capitaux pour les chefs d'entreprise. Cette loi supprime la mentalité existant en common law selon laquelle « l'acheteur doit prendre garde », en prescrivant la divulgation des renseignements pertinents. Du même coup, elle reconnaît le fardeau que l'obligation de divulguer impose aux émetteurs et établit les limites de ce qui doit être divulgué. Lorsqu'un prospectus est exact au moment de son dépôt, le par. 57(1) de la Loi limite l'obligation de divulguer après le dépôt à un avis de « changement important » qui, à l'art. 1 de la Loi, est défini comme étant « un changement dans [l]es activités commerciales, [l']exploitation ou [le] capital [d'un émetteur], s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur ». L'émetteur n'a aucune obligation expresse similaire de modifier son prospectus ni de diffuser et déposer un rapport faisant état d'un changement de faits importants qui est survenu après que l'on a accusé réception du prospectus, mais qui ne constitue pas un « changement important » au sens de la Loi. La Loi définit l'expression « fait important » de façon plus large que l'expression « changement important », en ce sens qu'elle s'entend « d'un fait qui a un effet significatif sur le cours ou la valeur de [. . .] valeurs mobilières ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet ». Un changement dans les résultats intratrimestriels ne constitue pas

experienced no material change. Consequently, no further disclosure was required and there was no breach of s. 57(1). [32] [35] [46] [48]

If an issuer has fully complied with its regulatory obligation under s. 57(1), it would be contrary to the scheme of the Act, and to the intent of the Ontario legislature reflected therein, to find civil liability against an issuer under s. 130(1) for failing to disclose post-filing information that does not amount to a material change. Imposition of civil liability under s. 130(1) for an omission to do what the legislature as a matter of policy has declined to require in s. 57(1) would simply be to substitute the court's view of policy for that adopted by the legislature. The distinction between "material change" and "material fact" is deliberate and policy-based. Of course, if a material change arises during the period of distribution, failure to disclose this change as required by s. 57(1) could support an action under s. 130(1). In the case at bar, however, the trial judge found that the intra-quarterly results did not amount to a material change. [38-39] [43]

The trial judge, having also found the forecast to be objectively reasonable as of the filing date, erred in proceeding to test the objective reasonableness of the forecast at the date of closing, and assessing damages for its perceived deficiencies as of that later date. The forecast did carry an implied representation of objective reasonableness rooted in the language of the prospectus, but this implied representation extended only until the prospectus was filed. [49] [51]

While forecasting is a matter of business judgment, disclosure is a matter of legal obligation. The Business Judgment Rule is a concept well developed in the context of business decisions but should not be used to qualify or undermine the duty of disclosure. The disclosure requirements under the Act are not to be subordinated to the exercise of business judgment. It is for the legislature and the courts, not business management, to set the legal disclosure requirements. The traditional

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 changement important 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. Le juge de première instance a eu raison de conclure que Danier n'a subi aucun changement important. Par conséquent, aucune divulgation supplémentaire n'était requise et le par. 57(1) n'était pas enfreint. [32] [35] [46] [48]

Si un émetteur s'est conformé pleinement à l'exigence réglementaire du par. 57(1), il serait contraire à l'esprit de la Loi, ainsi qu'à l'intention du législateur ontarien qui en ressort, de tenir cet émetteur civilement responsable en application du par. 130(1) pour avoir omis de divulguer des données ultérieures au dépôt qui ne constituent pas un changement important. Imposer la responsabilité civile prévue au par. 130(1) pour avoir omis de faire ce que le législateur a, pour des raisons de politique générale, refusé d'exiger au par. 57(1) reviendrait simplement à substituer le point de vue de la cour à celui que le législateur a adopté en matière de politique générale. La distinction entre « changement important » et « fait important » est délibérée et fondée sur une politique générale. Naturellement, si un changement important survient pendant la période de placement, l'omission de divulguer ce changement conformément au par. 57(1) pourrait justifier une action fondée sur le par. 130(1). En l'espèce, toutefois, le juge de première instance a conclu que les résultats intra-trimestriels ne constituaient pas un changement important. [38-39] [43]

Après avoir également conclu que les prévisions étaient objectivement raisonnables à la date du dépôt, le juge de première instance a commis une erreur en vérifiant le caractère objectivement raisonnable des prévisions à la date de clôture et en évaluant les dommages-intérêts pour leurs lacunes apparentes à cette date ultérieure. Les prévisions comportaient une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable enracinée dans le libellé du prospectus, mais cette déclaration implicite s'appliquait seulement jusqu'au moment où le prospectus a été déposé. [49] [51]

Bien que les prévisions soient une question d'appréciation commerciale, la divulgation est une question d'obligation légale. La règle de l'appréciation commerciale est une notion bien établie dans le contexte des décisions d'affaires, mais elle ne doit pas servir à atténuer ou à miner l'obligation de divulgation. Les exigences de divulgation de la Loi ne doivent pas être subordonnées à l'appréciation commerciale. Il appartient au législateur et aux tribunaux, et non aux dirigeants d'entreprises,

justifications for the rule are that judges are less expert than managers in making business decisions. Moreover, business decisions often involve choosing from amongst a range of alternatives. In order to maximize returns for shareholders, managers should be free to take reasonable risks without having to worry that their business choices will later be second-guessed by judges. These justifications — based on relative expertise, and on the need to support reasonable risk-taking — do not apply to disclosure decisions. [54-55] [58]

Finally, the appellant D submitted that even if the appeal is unsuccessful no costs should be awarded against him having regard to s. 31(1) of the *Class Proceedings Act, 1992*. However, there is no error in principle that would justify intervening in the discretionary costs order made against D by the Court of Appeal. Class actions have become a staple of shareholder litigation. This case is a piece of Bay Street litigation that was well run and well financed on both sides. Success would have reaped substantial rewards for the representative plaintiff and his counsel. The proper interpretation of s. 130(1) of the *Securities Act* has from the outset been the time bomb ticking under this case. The respondents attempted to have this issue determined in their favour on a motion for summary judgment heard in December 2000 but were unsuccessful. The result was a very expensive piece of shareholder litigation. There is no magic in the form of a class action proceeding that should in this case deprive the respondents of their costs. The language of s. 31(1) is permissive. [60] [66] [69]

Cases Cited

Referred to: *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557; *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194 (1996); *H.L. v. Canada (Attorney General)*, [2005] 1 S.C.R. 401, 2005 SCC 25; *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177; *Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*, [2004] 3 S.C.R. 461, 2004 SCC 68; *Re Anderson, Clayton Shareholders' Litigation*, 519 A.2d 669 (1986); *Gariepy v. Shell Oil Co.* (2002), 23 C.P.C. (5th) 393, aff'd [2004] O.J. No. 5309 (QL); *Moyes v. Fortune Financial Corp.* (2002), 61 O.R. (3d) 770.

d'établir les exigences juridiques en matière de divulgation. Les justifications traditionnelles de la règle veulent que les juges s'y connaissent moins que les directeurs pour prendre des décisions d'affaires. En outre, les décisions d'affaires comportent souvent un choix parmi une gamme de solutions. Pour maximiser le rendement des actions, les directeurs doivent être libres de prendre des risques raisonnables sans craindre que les tribunaux remettent par la suite en question les choix qu'ils ont faits sur le plan commercial. Ces justifications — fondées sur l'expertise relative et sur la nécessité de favoriser la prise de risques raisonnables — ne s'appliquent pas aux décisions en matière de divulgation. [54-55] [58]

Enfin, l'appellant D a fait valoir que, même si le pourvoi est rejeté, il ne devrait pas être condamné aux dépens compte tenu du par. 31(1) de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs*. Cependant, il n'y a aucune erreur de principe qui puisse justifier à modifier l'ordonnance discrétionnaire relative aux dépens que la Cour d'appel a rendue contre D. Les recours collectifs occupent désormais une place importante dans les litiges d'actionnaires. La présente affaire constitue un litige boursier (Bay Street) qui a été bien géré et bien financé de part et d'autre. Le représentant des demandeurs et son avocat auraient récolté gros s'ils avaient eu gain de cause. L'interprétation correcte du par. 130(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* constitue depuis le début la bombe à retardement qui risque de faire voler en éclats la thèse du représentant des demandeurs. Les intimés ont tenté en vain de faire trancher la question en leur faveur au moyen d'une motion visant à obtenir un jugement sommaire qui a été entendue en décembre 2000. Il en est résulté un litige d'actionnaires très coûteux. Il n'y a rien de magique dans la forme du recours collectif qui, en l'espèce, devrait priver les intimés de leurs dépens. Le libellé du par. 31(1) est de nature facultative. [60] [66] [69]

Jurisprudence

Arrêts mentionnés : *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557; *Shaw c. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194 (1996); *H.L. c. Canada (Procureur général)*, [2005] 1 R.C.S. 401, 2005 CSC 25; *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177; *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68; *Re Anderson, Clayton Shareholders' Litigation*, 519 A.2d 669 (1986); *Gariepy c. Shell Oil Co.* (2002), 23 C.P.C. (5th) 393, conf. par [2004] O.J. No. 5309 (QL); *Moyes c. Fortune Financial Corp.* (2002), 61 O.R. (3d) 770.

Statutes and Regulations Cited

- Budget Measures Act (Fall), 2004*, S.O. 2004, c. 31, Sched. 34, s. 6.
Class Proceedings Act, 1992, S.O. 1992, c. 6, s. 31.
Courts of Justice Act, R.S.O. 1990, c. C.43, s. 131.
Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5, ss. 1 “material change”, “material fact”, “misrepresentation”, 3.9, 56, 57, 58, 130, 138.1.
Supreme Court Act, R.S.C. 1985, c. S-26, s. 40.

Authors Cited

- Ontario. Ministry of Finance. Five Year Review Committee. *Five Year Review Committee Final Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)*. Toronto: Ministry of Finance, 2003.
 Ontario Securities Commission. OSC Bulletin, vol. 6 #22/83, “Consolidation of Remarks of Peter J. Dey Concerning Disclosure Under the Securities Act Made to Securities Lawyers in Calgary and Toronto on June 7 and 9”, p. 2361, August 5, 1983.
 Orkin, Mark M. *The Law of Costs*, 2nd ed., vol. I. Aurora, Ont.: Canada Law Book, 1987 (loose-leaf updated November 2006).
 Toronto Stock Exchange. Committee on Corporate Disclosure. *Final Report: Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, 1997.
 Underwood, Harry, and René Sorell. “Danier Leather Inc. and the Duty to Update a Prospectus” (2006), 43 *Can. Bus. L.J.* 134.
 Waddams, S. M. *The Law of Contracts*, 4th ed. Toronto: Canada Law Book, 1999.

APPEAL from a judgment of the Ontario Court of Appeal (Laskin, Goudge and Blair J.J.A.) (2005), 77 O.R. (3d) 321, 261 D.L.R. (4th) 400, 205 O.A.C. 313, 11 B.L.R. (4th) 1, [2005] O.J. No. 5388 (QL), reversing a judgment of Lederman J. (2004), 46 B.L.R. (3d) 167, 23 C.C.L.T. (3d) 77, [2004] O.J. No. 1916 (QL). Appeal dismissed.

George S. Glezos, Peter R. Jervis, Karen W. Kiang and Jasmine T. Akbarali, for the appellants.

Alan J. Lenczner, Q.C., and *Jaan Lilles*, for the respondent Danier Leather Inc.

Benjamin Zarnett and Jessica Kimmel, for the respondents Jeffrey Wortsman and Bryan Tatoff.

Lois et règlements cités

- Loi de 1992 sur les recours collectifs*, L.O. 1992, ch. 6, art. 31.
Loi de 2004 sur les mesures budgétaires (automne), L.O. 2004, ch. 31, ann. 34, art. 6.
Loi sur la Cour suprême, L.R.C. 1985, ch. S-26, art. 40.
Loi sur les tribunaux judiciaires, L.R.O. 1990, ch. C.43, art. 131.
Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5, art. 1 « changement important », « fait important », « présentation inexacte des faits », 3.9, 56, 57, 58, 130, 138.1.

Doctrine citée

- Ontario. Ministère des Finances. Comité d'étude de cinq ans. *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans : Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*. Toronto : Ministère des Finances, 2003.
 Ontario Securities Commission. OSC Bulletin, vol. 6 #22/83, « Consolidation of Remarks of Peter J. Dey Concerning Disclosure Under the Securities Act Made to Securities Lawyers in Calgary and Toronto on June 7 and 9 », p. 2361, August 5, 1983.
 Orkin, Mark M. *The Law of Costs*, 2nd ed., vol. I. Aurora, Ont. : Canada Law Book, 1987 (loose-leaf updated November 2006).
 Toronto Stock Exchange. Committee on Corporate Disclosure. *Final Report : Responsible Corporate Disclosure : A Search for Balance*, 1997.
 Underwood, Harry, and René Sorell. « Danier Leather Inc. and the Duty to Update a Prospectus » (2006), 43 *Rev. can. dr. comm.* 134.
 Waddams, S. M. *The Law of Contracts*, 4th ed. Toronto : Canada Law Book, 1999.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel de l'Ontario (les juges Laskin, Goudge et Blair) (2005), 77 O.R. (3d) 321, 261 D.L.R. (4th) 400, 205 O.A.C. 313, 11 B.L.R. (4th) 1, [2005] O.J. No. 5388 (QL), qui a infirmé un jugement du juge Lederman (2004), 46 B.L.R. (3d) 167, 23 C.C.L.T. (3d) 77, [2004] O.J. No. 1916 (QL). Pourvoi rejeté.

George S. Glezos, Peter R. Jervis, Karen W. Kiang et Jasmine T. Akbarali, pour les appelants.

Alan J. Lenczner, c.r., et *Jaan Lilles*, pour l'intimée Danier Leather Inc.

Benjamin Zarnett et Jessica Kimmel, pour les intimés Jeffrey Wortsman et Bryan Tatoff.

Kelley McKinnon and Jane Waechter, for the interveners.

Kelley McKinnon et Jane Waechter, pour l'intervenante.

The judgment of the Court was delivered by

Version française du jugement de la Cour rendu par

BINNIE J. —

LE JUGE BINNIE —

I. Introduction

I. Introduction

1 This appeal raises questions about the continuous disclosure obligations of an issuer seeking to sell its shares to the public by a prospectus governed by the Ontario *Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S.5. Purchasers under a prospectus are given a statutory right of action if the prospectus or any amendment contains a misrepresentation against the issuer and officers of the issuer who signed the prospectus.

Le présent pourvoi porte sur des questions touchant les obligations de divulgation continue incombant à l'émetteur qui lance un appel public à l'épargne par voie de prospectus régi par la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, ch. S.5. La Loi confère aux acheteurs d'actions offertes par prospectus un droit d'action contre l'émetteur et les dirigeants de l'émetteur ayant signé le prospectus, s'il y a présentation inexacte des faits dans ce prospectus ou les modifications qui y sont apportées.

2 The genesis of this case was the unseasonably warm weather in the spring of 1998 across central and eastern Canada. It coincided with Danier's first ever offering of its shares to the public. Not surprisingly, hot weather resulted in lower than expected sales of leather garments at Danier's stores and put at risk achievement of the end of year (June 27) sales forecast contained in its prospectus. When Danier management analysed the intra-quarterly results as of May 16, 1998, it concluded that the year-end forecast could and would still be met. The trial judge found that this assessment was made in good faith. The Initial Public Offering ("IPO") closed on May 20, 1998, about half-way through the fourth quarter of the company's 1998 fiscal year.

La présente affaire a pris naissance en raison du temps exceptionnellement doux que le centre et l'est du Canada ont connu au printemps 1998. Cette période a coïncidé avec le premier appel public à l'épargne jamais lancé par Danier. Comme on pouvait s'y attendre, le temps chaud a causé un ralentissement des ventes de vêtements en cuir escomptés dans les magasins Danier et a compromis la réalisation des prévisions de ventes en fin d'exercice (le 27 juin) dont faisait état le prospectus. Lorsqu'elle a analysé les résultats intratrimestriels en date du 16 mai 1998, la direction de Danier a jugé que les prévisions de fin d'exercice pouvaient toujours être réalisées et seraient réalisées. Le juge de première instance a conclu que ce jugement avait été porté de bonne foi. La clôture du premier appel public à l'épargne (« PAPE ») a eu lieu le 20 mai 1998, vers la moitié du quatrième trimestre de l'exercice 1998 de la société.

3 The trial judge held that even though management honestly believed the year-end forecast would be met, its belief became objectively unreasonable in a narrow window of time during the course of the distribution when it became aware of a **shortfall in**

Selon le juge de première instance, même si la direction croyait sincèrement que les prévisions de fin d'exercice se réaliseraient, cette croyance était devenue objectivement déraisonnable pendant un bref moment, durant le placement, lorsqu'elle a pris

expected sales, and at that point the company had a duty to disclose this downturn before closing. Even though the issuer did substantially achieve the forecasted sales on June 27, as management had predicted, its lapse of judgment in failing to amend the prospectus with updated sales information (intra-quarterly results) prior to the closing constituted, he held, actionable misrepresentation.

However, the trial judge also found that the issuer had complied with all of the regulatory requirements of Part XV (ss. 56 to 58) of the Act governing the contents of its prospectus. In essence, the legal question is whether a compliant issuer can be held civilly liable for statutory misrepresentation for failing to update its prospectus with information that comes to light during the period of distribution (i.e., after the prospectus was filed on May 6, 1998 but prior to closing) to correct a statement that was correct when made but which has become misleading. More succinctly, is compliance with the regulatory demands of ss. 56 to 58 a shield against an action for statutory misrepresentation under s. 130(1)?

The Court of Appeal answered this question in the affirmative, holding that the trial judge had misinterpreted the disclosure requirements of the *Securities Act*. In my view, the Court of Appeal is correct. Although disclosure lies at the heart of an effective securities regime, the extent of the disclosure is a matter of legislative policy. Balancing the needs of the investor community against the burden imposed on issuers, the Ontario legislature adopted a policy governing the continuous disclosure requirements of an issuer that drew the line at “material change” in the “business, operations or capital of the issuer” (s. 1). The trial judge found that the temporary slump in sales implicated none of these things. Given that finding, and given the trial judge’s further finding that Danier’s prospectus did *not* contain a misrepresentation on the date

connaissance d’un ralentissement dans les ventes escomptées, et la société était alors tenue de divulguer ce ralentissement avant la clôture. Bien que l’émetteur ait en grande partie réalisé ses prévisions de ventes le 27 juin, comme l’avait prédit la direction, l’erreur de jugement qu’il a commise en omettant de modifier le prospectus et de mettre à jour les données sur les ventes (résultats intratrimetriels) avant la clôture constituait, de l’avis du juge de première instance, une présentation inexacte des faits donnant ouverture à action.

Toutefois, le juge de première instance a aussi conclu que l’émetteur avait satisfait à toutes les exigences réglementaires de la partie XV (art. 56 à 58) de la Loi régissant le contenu de son prospectus. Essentiellement, la question de droit est de savoir si l’émetteur qui s’est conformé à ces exigences peut être tenu civilement responsable de présentation inexacte des faits au sens de la Loi pour avoir omis d’insérer dans son prospectus les données apparues au cours de la période de placement — c’est-à-dire après le dépôt du prospectus, le 6 mai 1998, mais avant la clôture — de manière à rectifier une déclaration qui était exacte au moment où elle a été faite, mais qui est devenue par la suite trompeuse. Bref, le respect des exigences réglementaires des art. 56 à 58 constitue-t-il une protection contre une action pour présentation inexacte des faits fondée sur le par. 130(1)?

La Cour d’appel a répondu à cette question par l’affirmative, jugeant que le juge de première instance avait mal interprété les exigences de divulgation de la *Loi sur les valeurs mobilières*. À mon avis, la Cour d’appel avait raison. Bien que la divulgation soit la clé d’un régime efficace de réglementation des valeurs mobilières, l’étendue de cette divulgation est une question de politique législative. En mettant en équilibre les besoins du milieu des investisseurs et le fardeau incombant aux émetteurs, le législateur ontarien a adopté une politique imposant à l’émetteur l’obligation continue de divulguer tout « changement important » dans « ses activités commerciales, son exploitation ou son capital » (art. 1). Le juge de première instance a conclu que le ralentissement temporaire des ventes ne constituait rien de tel. Vu cette conclusion, et compte tenu

4

5

of filing (May 6), the class action was rightly dismissed.

II. Overview

6 The warm days of spring are not a blessing for everyone, it seems. As temperatures rise, the sales of leather clothing can lag even in otherwise prospering leather goods retail stores. The downturn in sales may simply reflect the weather and indicate nothing negative about the strength of the underlying business, as turned out to be the case here. Nevertheless, about two weeks *after* closing, the respondents did issue a revised forecast indicating that Danier would fall short of the sales and net income figures in the original forecast. Danier's share price dropped by about 22 percent. It took until August 2000 for the shares to get back to their issue price. By then, Danier's business had grown substantially.

7 A number of purchasers had sold their new shares soon after the announcement and lost money. The appellants then initiated a class action against the respondents for failure to disclose material information, i.e., the disappointing intra-quarterly results. They argued that the prospectus contained a misrepresentation on the closing date (May 20), because even though the year-end sales forecast was reasonable on the filing date (May 6), lagging sales thereafter rendered it misleading to management's knowledge at the date of closing. The respondents, they argued, "omi[tted] to state a material fact [i.e., lagging sales] that is . . . necessary to make a statement [i.e., the sales forecast in the prospectus] not misleading in the light of the circumstances in which it was made", and this constituted an actionable misrepresentation within the meaning of ss. 1 and 130 of the Act.

de l'autre conclusion du juge de première instance selon laquelle le prospectus de Danier *ne* comportait *aucune* présentation inexacte des faits à la date du dépôt (le 6 mai), le recours collectif a été rejeté à juste titre.

II. Aperçu

Il semble que la douceur printanière ne fait pas le bonheur de tous. À mesure que la température monte, les ventes de vêtements en cuir peuvent accuser un retard même dans les magasins d'articles en cuir par ailleurs prospères. Le ralentissement des ventes peut être dû simplement au temps, sans indiquer quoi que ce soit de négatif au sujet de la solidité de l'entreprise qui le subit, comme cela a été le cas en l'espèce. Environ deux semaines *après* la clôture, les intimés ont néanmoins publié de nouvelles prévisions indiquant que Danier ne réaliserait pas les ventes et le revenu net prévus initialement. Le prix de l'action de Danier a alors chuté d'environ 22 pour 100 et n'est revenu à son niveau initial qu'en août 2000. L'entreprise de Danier avait alors connu une croissance importante.

Un certain nombre d'acheteurs avaient vendu leurs nouvelles actions peu de temps après l'annonce et avaient perdu de l'argent. Les appelants ont alors intenté un recours collectif contre les intimés pour omission de divulguer des renseignements importants, c'est-à-dire les résultats intratrimetriels décevants. Ils ont soutenu que le prospectus présentait des faits de façon inexacte à la date de clôture (le 20 mai) parce que, même si les prévisions de ventes en fin d'exercice étaient raisonnables à la date du dépôt (le 6 mai), le retard survenu par la suite dans les ventes les rendait trompeuses à la date de clôture, et ce, à la connaissance de la direction. Selon les appelants, les intimés auraient [TRADUCTION] « omi[s] de relater un fait important (c'est-à-dire le retard dans les ventes) dont la déclaration est [. . .] nécessaire pour que la déclaration (c'est-à-dire les prévisions de ventes dans le prospectus) ne soit pas trompeuse eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite », ce qui constituait une présentation inexacte des faits donnant ouverture à action au sens des art. 1 et 130 de la Loi.

The respondents reply, in essence, that they fully complied with their regulatory obligations. The legislature cannot have intended to punish under s. 130(1) what it has permitted under s. 57(1). Moreover, they say a sales forecast is not a “fact” but reflects the opinions of management, and such opinions when held in good faith (as here) are protected by the Business Judgment Rule. The issues were thus joined.

III. Facts

Danier designs, manufactures and sells leather clothing and accessories. In 1998, it had 55 retail stores in various cities across Canada and operated two manufacturing plants. At the relevant time, the respondent Jeffrey Wortsman was a director and the President and Chief Executive Officer of Danier. The respondent Bryan Tatoff was its Chief Financial Officer and Secretary.

In 1997, Danier decided to go public. In preparation for its IPO, Danier filed with the Ontario Securities Commission (“O.S.C.”), three preliminary prospectuses, each of which contained a forecast. The forecast in the April 6 preliminary prospectus was dated April 2, 1998, and was included, unchanged, in the (final) prospectus, which was received by the O.S.C. on May 6, 1998 (herein “prospectus forecast”).

The prospectus forecast is at the centre of this litigation. Danier’s 1998 fiscal year ran from June 29, 1997 to June 27, 1998. The prospectus forecast included the company’s actual results for the first three quarters, as well as projected results for the fourth quarter (which ran from March 29 to June 27) and projected final results for the 1998 fiscal year. Pursuant to *National Policy 48*, adopted by Canadian securities regulators, this forecast was also accompanied by standard cautionary language advising investors that “[a]ctual results achieved during the forecast period will vary from the forecast results and such variations may be material. There is no guarantee that such forecast will be achieved in whole or in part” (Final Prospectus, at

Les intimés répondent essentiellement qu’ils ont respecté entièrement leurs obligations réglementaires. Le législateur ne peut avoir eu l’intention de punir, en application du par. 130(1), ce qu’il a autorisé au par. 57(1). De plus, disent-ils, les prévisions de ventes ne constituent pas un « fait », mais reflètent l’opinion de la direction, qui, si elle est formée de bonne foi (comme c’est le cas en l’espèce), est protégée par la règle de l’appréciation commerciale. Contestation a donc été liée.

III. Faits

Danier conçoit, fabrique et vend des vêtements et articles en cuir. En 1998, elle comptait 55 magasins de détail dans différentes villes canadiennes et exploitait deux usines de confection. À l’époque pertinente, l’intimé Jeffrey Wortsman était administrateur, président et chef de la direction de Danier. L’intimé Bryan Tatoff était chef de la direction des finances et secrétaire de Danier.

En 1997, Danier a décidé de lancer un appel public à l’épargne. En préparant son PAPE, elle a déposé auprès de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario (« CVMO ») trois prospectus provisoires, dont chacun renfermait des prévisions. Les prévisions du prospectus provisoire du 6 avril étaient datées du 2 avril 1998 et ont été incluses intégralement dans le prospectus (définitif) dont la CVMO a accusé réception le 6 mai 1998 (ci-après les « prévisions du prospectus »).

Les prévisions du prospectus sont au cœur du présent litige. L’exercice 1998 de Danier s’étendait du 29 juin 1997 au 27 juin 1998. Les prévisions du prospectus incluait les résultats réels de la société pour les trois premiers trimestres, ainsi que les résultats prévus pour le quatrième trimestre (qui s’étendait du 29 mars au 27 juin) et les résultats finals prévus pour l’exercice 1998. Conformément à l’*Instruction générale 48* adoptée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, ces prévisions étaient accompagnées de la mise en garde habituelle informant les investisseurs que « [l]es résultats réels obtenus durant la période prévisionnelle différeront vraisemblablement des résultats prévisionnels et les écarts peuvent être importants. Rien

8

9

10

11

p. 8). The following are the key figures from the prospectus forecast (at p. 27):

The Forecast Figures Contained in the Prospectus

	13 Weeks Ending June 27, 1998 (Projected)	Year Ending June 27, 1998 (Projected)
Revenue	\$17,410,000	\$90,280,000
Net Earnings (Loss)	(\$384,000)	\$4,500,000

An increase in revenue of \$5,000,000 was projected for the 1998 fourth quarter over that of the 1997 fourth quarter. There were four more stores than in fiscal year 1997, the square footage of store floor space had expanded and sales per square foot had increased over the previous year.

12 The IPO was a “bought deal”, i.e., fully subscribed by the underwriters, and closed on May 20. Danier sold 6,040,000 subordinated voting shares, priced at \$11.25 per share, for total gross proceeds of \$67,950,000.

13 During the week before closing, Wortsman asked Tatoff to assemble and analyse the financial results for the first half of the fourth quarter. The underwriters had not requested a due diligence review, but Wortsman thought that this “was the prudent course of action to take” (R.R., at p. 39). Tatoff prepared an analysis as of May 16, and Wortsman admitted that he received the results “certainly before closing” (R.R., at p. 41). These results were worse than the results projected in the store budgets (which were the basis of the sales forecast). In particular, as of May 16, Danier’s actual fourth-quarter revenue was 24 percent behind projections. Moreover, the company had as of May 16 posted a fourth-quarter net loss of \$240,000 instead of the

ne garantit que ces prévisions se réaliseront, en tout ou en partie » (prospectus définitif, p. 10). Voici les principaux chiffres tirés des prévisions du prospectus (p. 32) :

Prévisions contenues dans le prospectus

	Période de 13 semaines se terminant le 27 juin 1998 (prévisions)	Exercice se terminant le 27 juin 1998 (prévisions)
Revenus	17 410 000 \$	90 280 000 \$
Bénéfice (perte) net(te)	(384 000 \$)	4 500 000 \$

Une hausse des revenus de 5 000 000 \$ était prévue pour le quatrième trimestre de 1998, par rapport à ceux du quatrième trimestre de 1997. Il y avait quatre magasins de plus que pendant l’exercice 1997, la superficie des magasins avait augmenté et les ventes au pied carré avaient crû par rapport à l’exercice antérieur.

Le PAPE, clos le 20 mai, était une « convention de prise ferme », c’est-à-dire que les preneurs fermes s’étaient engagés à acheter toutes les actions. Danier a vendu 6 040 000 actions à vote subalterne, au prix de 11,25 \$ l’unité, réalisant ainsi en tout un produit brut de 67 950 000 \$.

Au cours de la semaine ayant précédé la clôture, M. Wortsman a demandé à M. Tatoff de recueillir et d’analyser les résultats financiers de la première moitié du quatrième trimestre. Les preneurs fermes n’avaient demandé aucun contrôle diligent, mais M. Wortsman jugeait que c’était [TRADUCTION] « la chose prudente à faire » (d.i., p. 39). Monsieur Tatoff a préparé une analyse en date du 16 mai, et M. Wortsman a admis avoir reçu les résultats [TRADUCTION] « sûrement avant la clôture » (d.i., p. 41). Ces résultats étaient pires que ceux prévus dans les budgets des magasins (sur lesquels reposaient les prévisions de ventes). Plus particulièrement, dès le 16 mai, le revenu réel de Danier pour le quatrième trimestre était de 24 pour 100 inférieur

projected (as of May 16) fourth-quarter net earnings of \$259,000. Nonetheless, Wortsman and Tatoff testified that, at closing, they still believed that by year end Danier would achieve or exceed the prospectus forecast. As they explained, store budgets are “front-end loaded”. Adjusting for that fact, the gross revenue shortfall as of May 16 was really only about \$700,000, they said, which put the net earnings disappointment in a better light. With two major sales promotions planned for the second half of the fourth quarter, Wortsman and Tatoff thought that Danier would at least make up this shortfall.

However, the trial judge found that Wortsman and Tatoff made no real effort to examine the root causes of the poor sales as of May 16. They turned “a blind eye to the cause[s] of those results” ((2004), 46 B.L.R. (3d) 167, at para. 259), he said. For all they knew, it seems, the causes could have been serious, internal and permanent and not necessarily something external and transitory like the weather. They did not know, and apparently did not choose to find out. That was his criticism.

Immediately after closing, Danier held the first of these planned promotions, its annual Victoria Day Sale, which began on Thursday, May 21. When he checked the results on Monday, May 25, Wortsman discovered that, except in British Columbia, sales were down significantly as compared to the previous year. He testified that these results were “completely unexpected” (R.R., at p. 59). After some investigation, Wortsman concluded that there was no problem with the company’s merchandise, but that the weather across the country, except in British Columbia, had been unusually hot. Higher temperatures (which management did not routinely monitor) meant decreased store traffic and decreased sales. Wortsman at this point became concerned that a hot spell, if prolonged, might jeopardize the company’s ability to achieve the prospectus forecast. He explained this concern

aux prévisions. En outre, la société affichait, en date du 16 mai, une perte nette de 240 000 \$, au lieu du bénéfice net de 259 000 \$ prévu à cette date pour le quatrième trimestre. Néanmoins, MM. Wortsman et Tatoff ont témoigné qu’à la clôture ils croyaient toujours que Danier réaliserait ou excéderait les prévisions du prospectus. Ils ont expliqué que les budgets des magasins sont « dégressifs ». Compte tenu de ce fait, le manque brut à gagner, en date du 16 mai, n’était en réalité que de 700 000 \$ environ, ont-ils déclaré, ce qui faisait paraître les bénéfices nets décevants sous un meilleur jour. Comme deux grandes promotions des ventes étaient prévues pour la seconde moitié du quatrième trimestre, MM. Wortsman et Tatoff estimaient que Danier allait au moins combler ce manque à gagner.

Toutefois, le juge de première instance a conclu que MM. Wortsman et Tatoff ne s’étaient pas vraiment efforcés d’examiner les causes fondamentales du fléchissement des ventes en date du 16 mai. Selon lui, ils ont [TRADUCTION] « fermé les yeux sur [es] cause[s] de ces résultats » ((2004), 46 B.L.R. (3d) 167, par. 259). Pour eux, semble-t-il, les causes auraient pu être graves, internes et permanentes, et non nécessairement externes et passagères comme le temps. Ils n’en avaient aucune idée et n’ont apparemment pas cherché à le savoir. Telle est la critique qu’il a formulée.

Immédiatement après la clôture, Danier a tenu la première des deux promotions planifiées, soit son solde annuel de la Fête de la Reine, qui a commencé le jeudi 21 mai. Lorsqu’il a vérifié les résultats le lundi 25 mai, M. Wortsman s’est rendu compte que, sauf en Colombie-Britannique, les ventes avaient ralenti considérablement comparativement à l’année précédente. Il a témoigné que ces résultats étaient [TRADUCTION] « totalement inattendus » (d.i., p. 59). Après avoir examiné la situation de plus près, M. Wortsman a conclu que ce n’était pas la marchandise des magasins qui était problématique, mais plutôt le temps qui, partout au pays sauf en Colombie-Britannique, avait été exceptionnellement chaud. Les températures élevées (que la direction ne surveillait pas régulièrement) avaient entraîné une diminution de l’achalandage et des ventes. C’est alors que M. Wortsman a commencé

14

15

to the underwriters and to his lawyers. The lawyers advised Wortsman that it would be prudent to issue a revised forecast because of the risk that the hot weather would continue for the rest of the fourth quarter.

16 Accordingly, on June 4, 1998, Danier announced in a press release and a material change report that it had revised downwards its forecast for the 1998 fiscal year. The company advised that, “[d]ue to unseasonably warm weather in most regions of the country with the exception of Vancouver, the company believes that it will fall short of the previous sales and net income forecast” (A.R., at p. 931). The following are the key figures from this revised forecast, which was prepared as of June 2 and approved by the board of directors on June 4:

Impact of the Revised June 4 Forecast

	13 Weeks Ending June 27, 1998 (Projected)	Year Ending June 27, 1998 (Projected)	Difference Between Prospectus Forecast and June 4 Forecast
Revenue	\$12,630,000	\$85,500,000	(\$4,780,000)
Net Earnings (Loss)	(\$1,149,000)	\$3,735,000	(\$765,000)

17 The trial judge described the magnitude of the shift that underlay the revised forecast:

The revised forecast differed significantly from the original forecast. The revised expected revenue for the fiscal year was lower by about 5%; revised net income was lower by about 17% and revised EBITDA was lower by about 13%. As for the fourth quarter, revenues

à s’inquiéter de la possibilité que la vague de chaleur, si elle se poursuivait, compromette la capacité de la société de réaliser les prévisions du prospectus. Il a fait part de cette inquiétude aux preneurs fermes et à ses avocats. Les avocats ont affirmé à M. Wortsman qu’il serait prudent de publier des prévisions révisées en raison du risque que le temps chaud persiste jusqu’à la fin du quatrième trimestre.

Le 4 juin 1998, Danier a donc annoncé dans un communiqué de presse et un rapport sur des changements importants qu’elle avait revu à la baisse ses prévisions pour l’exercice 1998. Elle a signalé que, [TRADUCTION] « en raison du temps exceptionnellement doux que connaissent la plupart des régions du pays, à l’exception de Vancouver, la société estime qu’elle ne réalisera pas ses prévisions de ventes et de revenus nets annoncées antérieurement » (d.a., p. 931). On trouvera ci-dessous les principaux chiffres tirés des prévisions révisées qui ont été préparées le 2 juin et approuvées le 4 juin par le conseil d’administration :

Effets des prévisions révisées du 4 juin

	Période de 13 semaines se terminant le 27 juin 1998 (prévisions)	Exercice se terminant le 27 juin 1998 (prévisions)	Écart entre les prévi- sions du prospectus et les prévisions du 4 juin
Revenus	12 630 000 \$	85 500 000 \$	(4 780 000 \$)
Bénéfice (perte) net(te)	(1 149 000 \$)	3 735 000 \$	(765 000 \$)

Le juge de première instance a décrit l’ampleur du changement qui sous-tend les prévisions révisées :

[TRADUCTION] Les prévisions révisées différaient considérablement des prévisions initiales. Les revenus révisés prévus pour l’exercice étaient inférieurs ont diminué d’environ 5 pour 100, le bénéfice net révisé, d’environ 17 pour 100, et le BAIIA révisé, d’environ 13 pour 100.

were now forecast to be about 28% lower than had been expected in the Prospectus; the net loss for the quarter was now expected to be almost three times larger than the original forecast; and EBITDA was now expected to be a loss of approximately \$1 million instead of a positive \$445,000. [para. 16]

The market quickly demonstrated the “materiality” of this information. Prior to June 4, the company’s shares had been trading above their issue price of \$11.25, but the share price dropped immediately upon release of this revised forecast. The trial judge found that the market had fully absorbed the revision (and the share price stabilization activities carried out by the underwriters) by June 10, when the shares closed at \$8.90. The appellant investors concluded that Danier had sat on the bad news to ensure the success of its IPO, and that those who had purchased in ignorance were entitled to compensation.

However, in the remaining weeks of the fourth quarter, Danier’s sales improved significantly. The weather cooled, and the company held a successful 50 percent discount promotion. In the end, the trial judge found that Danier “substantially achieved” the prospectus forecast.

On November 13, 1998, an action for prospectus misrepresentation was commenced under s. 130(1) of the Act, claiming that the results of the May 16 analysis should have been released before the IPO closed. On December 3, 2002, the action was certified as a class proceeding with the “class” defined as:

(a) Those persons in Canada who purchased shares of Danier Leather Inc. in the distribution under its initial public offering which closed on May 20, 1998, and who continued to hold those shares on June 4, 1998, but not including [the defendants and certain persons associated with the defendants].

Quant au quatrième trimestre, les prévisions de revenus étaient désormais d’environ 28 pour 100 inférieures à celles contenues dans le prospectus; la perte nette escomptée était maintenant trois fois plus élevée que dans les prévisions initiales; on s’attendait désormais à ce que le BAIIA constitue une perte approximative de 1 million de dollars, au lieu d’un profit de 445 000 \$. [par. 16]

Le marché a rapidement démontré l’« importance » de ces renseignements. Avant le 4 juin, le cours des actions de la société était supérieur à leur prix d’émission de 11,25 \$ l’unité, mais il a chuté dès la publication des prévisions révisées. Le juge de première instance a estimé que le marché avait complètement absorbé la révision (et les activités de stabilisation du prix de l’action exercées par les preneurs fermes) le 10 juin, alors que le cours de l’action fermait à 8,90 \$. Les investisseurs appelants ont conclu que Danier avait étouffé les mauvaises nouvelles pour assurer le succès de son PAPE et que les personnes qui, sans connaître les circonstances, avaient acheté des actions avaient droit à une indemnité.

Toutefois, au cours des semaines restantes du quatrième trimestre, les ventes de Danier ont augmenté considérablement. Le temps s’est refroidi, et la société a tenu avec succès une promotion rabais de 50 pour 100. En définitive, le juge de première instance a conclu que Danier avait [TRADUCTION] « réalisé dans une large mesure » les prévisions du prospectus.

Le 13 novembre 1998, une action pour présentation inexacte des faits dans un prospectus a été intentée en vertu du par. 130(1) de la Loi. Dans cette action, on alléguait que les résultats de l’analyse du 16 mai auraient dû être publiés avant la clôture du PAPE. Le 3 décembre 2002, l’action a été autorisée comme recours collectif, le « groupe » concerné étant défini ainsi :

[TRADUCTION]

a) les personnes au Canada qui ont acheté des actions de Danier Leather Inc. dans le cadre de son premier appel public à l’épargne clos le 20 mai 1998, et qui les détenaient toujours le 4 juin 1998, à l’exclusion [des défendeurs et de certaines personnes ayant des liens avec les défendeurs].

18

19

20

James Frederick Durst was appointed as the sole representative plaintiff for this class.

IV. Relevant Statutory Provisions

21 See Appendix.

V. Judicial History

A. *Ontario Superior Court of Justice*

22 The trial judge said that he agreed with Cumming J., who had certified the class action, that “it is the truthfulness of the Forecast as at May 20, 1998, that is relevant to establishing liability under s. 130(1) of the [Act]” ((2004), 46 B.L.R. (3d) 167, at para. 29). The trial lasted 44 days.

23 Lederman J. held that the sales forecast, while not itself a “fact in the sense that actual results are facts” (para. 65), nevertheless includes the following *implied* assertions of fact:

- i. the forecast represents the forecaster’s best judgment of the most probable set of economic conditions and the company’s planned course of action . . . ,
- ii. the forecast is sound and reliable in the sense that the forecaster made it with reasonable care and skill . . . , and
- iii. the forecaster generally believes the forecast, the forecaster’s belief is reasonable and the forecaster is not aware of any undisclosed facts tending to seriously undermine the accuracy of the forecast

In his view, “a forecast is an untrue statement of material fact if any of the factual assertions implied in the forecast are untrue” (para. 77).

24 As of May 6, the date on which the prospectus was receipted, Lederman J. found that management had complied with its obligation under s. 56(1) to

James Frederick Durst a été nommé seul représentant du groupe de demandeurs.

IV. Dispositions législatives pertinentes

Voir l’annexe.

V. Historique des procédures judiciaires

A. *Cour supérieure de justice de l’Ontario*

Le juge de première instance a dit convenir avec le juge Cumming, qui avait autorisé le recours collectif, que [TRADUCTION] « c’est la véracité des prévisions en date du 20 mai 1998 qui est pertinente pour établir la responsabilité au regard du par. 130(1) de la [Loi] » ((2004), 46 B.L.R. (3d) 167, par. 29). L’audience a duré 44 jours.

Le juge Lederman a estimé que, même si elles ne constituent pas en soi un [TRADUCTION] « fait en ce sens que les résultats réels sont des faits » (par. 65), les prévisions de ventes comportent néanmoins les affirmations factuelles *implicites* suivantes :

[TRADUCTION]

- i. les prévisions traduisent le meilleur jugement de leur auteur sur la conjoncture économique la plus probable et le plan d’action prévu de la société . . . ,
- ii. les prévisions sont solides et fiables, en ce sens que leur auteur les a faites avec diligence et compétence raisonnables [. . .], et
- iii. l’auteur de prévisions croit généralement en celles-ci, sa croyance est raisonnable et il ne connaît aucun fait non divulgué susceptible de compromettre sérieusement l’exactitude des prévisions . . .

Selon le juge de première instance, [TRADUCTION] « une prévision constitue une présentation inexacte d’un fait important si l’une des affirmations factuelles implicites qu’elle comporte est fausse » (par. 77).

Le juge Lederman a conclu qu’à la date où on a accusé réception du prospectus, soit le 6 mai, la direction de la société avait respecté l’obligation

provide “full, true and plain disclosure of all material facts” in the prospectus. None of the implied assertions underpinning the forecast was untrue as of that date. In particular, the appellants had failed to prove that the forecast was not prepared with reasonable care and skill, or that management’s subjective belief in the forecast was objectively unreasonable as of that date.

Lederman J. agreed that the cause of the poor results was the weather, which is not a change in the business, operations or capital of the issuer. Accordingly, the sales results did not amount to a “material change” requiring that an amendment to the prospectus be filed under s. 57(1). Nonetheless, Lederman J. held that s. 130(1) imposed an obligation (independent of ss. 56(1) and 57(1)) to disclose material facts arising during the period of distribution that become necessary to make any of the implied assertions in Danier’s prospectus not misleading as of the closing date, May 20. In this regard, he stated that under s. 130(1) (as this provision read in 1998), liability attached to a misrepresentation “if it was a misrepresentation at the time of purchase”. The time of purchase is typically the date of closing. Thus, even if the prospectus contained no misrepresentation when it was receipted, and no obligation to amend it prior to closing was imposed by Part XV of the Act, there could still be liability for misrepresentation. As Lederman J. wrote, “[i]f a statement is true when made, but subsequent facts make it untrue to the knowledge of the representor, then the subsequent facts must be disclosed” (para. 94).

In this case, Lederman J. found that, because of management’s analysis as of May 16, it knew that not all of the *implied* assertions of fact were true, and this awareness continued until May 20. Though

qui lui incombait, en vertu du par. 56(1), de divulguer « complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents [*material facts*] » dans le prospectus. Aucune des affirmations implicites qui sous-tendaient les prévisions n’était fausse à cette date. Plus particulièrement, les appelants n’avaient pas prouvé que les prévisions n’avaient pas été préparées avec diligence et compétence raisonnables ou que la croyance subjective de la direction en ses prévisions était objectivement déraisonnable à cette date.

Le juge Lederman a convenu que les piètres résultats étaient dus au temps, ce qui ne constitue pas un changement dans les activités commerciales, l’exploitation ou le capital de l’émetteur. En conséquence, les résultats de ventes ne représentaient pas un « changement important » nécessitant le dépôt d’une modification du prospectus conformément au par. 57(1). Le juge Lederman a néanmoins estimé que le par. 130(1) obligeait (indépendamment des par. 56(1) et 57(1)) à divulguer les faits importants (*material facts*) ayant pris naissance durant la période de placement, afin d’éviter que l’une ou l’autre des affirmations implicites des prospectus de Danier ne soit trompeuse à la date de clôture le 20 mai. À ce propos, il a déclaré que, selon le par. 130(1) (tel qu’il était libellé en 1998), la responsabilité était engagée à l’égard d’une présentation inexacte des faits « si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l’achat ». Le moment de l’achat correspond généralement à la date de clôture. Donc, même si le prospectus ne renfermait aucune présentation inexacte des faits au moment où on en a accusé réception et que la partie XV de la Loi n’obligeait pas à le modifier avant la clôture, la responsabilité pour présentation inexacte des faits pouvait toujours être engagée. Comme l’a écrit le juge Lederman, [TRADUCTION] « [s]i une déclaration est vraie lorsqu’elle est faite, mais que des faits subséquents la rendent fausse à la connaissance de son auteur, ces faits subséquents doivent alors être divulgués » (par. 94).

En l’espèce, le juge Lederman a conclu que, en raison de son analyse en date du 16 mai, la direction savait que les affirmations de fait *implicites* n’étaient pas toutes vraies, et il en a été ainsi

he accepted the testimony of Wortsman and Tatoff that at closing they continued to believe that the forecast was achievable, he found that this subjective belief was no longer objectively reasonable:

Given the sheer magnitude of revenue that was required in the last 6 weeks of the quarter if Forecast was to be met, the little time remaining in the quarter, the history of sales in that period and the fact that the cause of the decline could continue, the May 16th Analysis does not provide a reasonable basis for management's optimism. This information should have been disclosed prior to the closing of the IPO. [para. 269]

27 Lederman J. held that the cautionary language in the prospectus did not relieve the defendants of liability, because “no mention is made in the cautions, assumptions or risk factors of the impact that weather may have on Danier’s sales” (para. 199). With regard to damages, Lederman J. found that those shareholders who sold their shares after June 10 were entitled to the difference between the IPO price (\$11.25) and the price at closing on June 10 (\$8.90), for a total loss of \$2.35 per share.

28 In a subsequent judgment on costs, Lederman J. awarded partial indemnity costs up to April 25, 2003 (the date of a settlement offer of \$1.50 per share versus the judgment award of \$2.35 per share) and substantial indemnity costs thereafter: (2005), 76 O.R. (3d) 60. Lederman J. also awarded the appellants a cost premium of \$1,000,000.

B. *Ontario Court of Appeal (Laskin, Goudge and Blair J.J.A.)*

29 In a unanimous judgment, the Ontario Court of Appeal reversed the trial judgment on three separate bases: (2005), 77 O.R. (3d) 321. Firstly, the court said that while investors were entitled to assume that as of the filing date (May 6) the prospectus provided “full, true and plain disclosure of

jusqu’au 20 mai. Bien qu’il ait accepté le témoignage de MM. Wortsman et Tatoff selon lequel ils croyaient toujours, à la clôture, que les prévisions étaient réalisables, le juge Lederman a conclu que cette croyance subjective n’était plus objectivement raisonnable :

[TRADUCTION] Compte tenu l’importance même des revenus qui étaient requis durant les six dernières semaines du trimestre pour réaliser les prévisions, du peu de temps qu’il restait avant la fin du trimestre, de l’historique des ventes à cette période et de la possibilité que la cause du ralentissement persiste, l’analyse du 16 mai ne constitue pas une justification raisonnable de l’optimisme de la direction. Ces renseignements auraient dû être divulgués avant la clôture du PAPE. [par. 269]

Le juge Lederman a conclu que la mise en garde du prospectus n’exonérait pas les défendeurs de toute responsabilité parce que [TRADUCTION] « les mises en garde, les hypothèses ou les facteurs de risque ne font aucunement état de l’incidence que le temps peut avoir sur les ventes de Danier » (par. 199). S’agissant des dommages-intérêts, le juge Lederman a conclu que les actionnaires qui avaient vendu leurs actions après le 10 juin avaient droit à la différence entre le prix de l’action lors du PAPE (11,25 \$) et celui au moment de la clôture le 10 juin (8,90 \$), soit une perte totale de 2,35 \$ par action.

Dans un jugement subséquent sur les dépens, le juge Lederman a accordé des dépens d’indemnisation partielle jusqu’au 25 avril 2003 (date d’une offre de règlement de 1,50 \$ par action par opposition à la somme de 2,35 \$ par action accordée dans le jugement) et des dépens d’indemnisation substantielle par la suite : (2005), 76 O.R. (3d) 60. Le juge Lederman a accordé aux appelants une prime additionnelle d’un million de dollars.

B. *Cour d’appel de l’Ontario (les juges Laskin, Goudge et Blair)*

Dans un arrêt unanime, la Cour d’appel de l’Ontario a infirmé le jugement de première instance pour trois motifs distincts : (2005), 77 O.R. (3d) 321. Premièrement, la cour a affirmé que, même si les investisseurs étaient en droit de présumer qu’à la date du dépôt (le 6 mai), le prospectus divulguait

all material facts”, thereafter they were entitled only to notice of material *changes*, and here no material *changes* arose during the period of distribution. The trial judge had misinterpreted the phrase “if it was a misrepresentation at the time of purchase” in s. 130(1). Properly construed it meant only that investors “cannot sue for a misrepresentation in a prospectus that was corrected by an amendment before their purchase or for [a] misrepresentation that may be found in an amendment made after their purchase” (para. 108).

Secondly, the court disagreed with Lederman J.’s finding that the forecast contained an implied representation of objective reasonableness. The court wrote that

in this case there is no evidence — and nothing in the language of the prospectus itself — to suggest that the appellants’ subjective belief that the Forecast was reasonable was shared by reasonable business people or was otherwise being put forward as “objectively reasonable” [para. 141]

Thirdly, the court held that in any event the forecast *was* objectively reasonable as of May 20, the closing date. The fact that the forecast was substantially achieved, in the court’s view, was at least some evidence of its objective reasonableness as of May 20. Moreover, the court believed that Lederman J. erred by failing to give any deference to the “business judgment” of senior management. On this point, the court wrote:

First, given the trial judge’s finding of an implied statement that the forecast was reasonable, the exercise of determining whether there was a misrepresentation has the concept of a business judgment about reasonableness built into it. A forecast is a quintessential example of the exercise of business judgment. This business judgment must be considered. Secondly, the “reasonableness”

« complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents », ils n’avaient par la suite que le droit d’être avisés des *changements* importants et, en l’espèce, aucun *changement* important n’était survenu durant la période de placement. Le juge de première instance avait mal interprété le passage « si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l’achat », au par. 130(1). Interprété correctement, ce passage signifiait simplement que les investisseurs [TRADUCTION] « ne peuvent tenter une action pour présentation inexacte des faits dans un prospectus qui a été rectifié par voie de modification avant leur achat d’actions ou pour présentation inexacte des faits dans une modification apportée après leur achat d’actions » (par. 108).

Deuxièmement, la cour ne partageait pas la conclusion du juge Lederman selon laquelle les prévisions comportaient une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable. Elle a écrit ceci :

[TRADUCTION] [E]n l’espèce, il n’y a aucune preuve — ni rien dans le libellé du prospectus même — qui indique que la croyance subjective des appelants que les prévisions étaient raisonnables était partagée par des gens d’affaires raisonnables ou qu’elles étaient par ailleurs présentées comme étant « objectivement raisonnables ». . . [par. 141]

Troisièmement, la cour a estimé que, de toute façon, les prévisions *étaient* objectivement raisonnables à la date de clôture le 20 mai. Selon la cour, le fait que les prévisions se sont réalisées dans une large mesure constituait tout au moins une preuve qu’elles étaient objectivement raisonnables le 20 mai. De plus, la cour estimait que le juge Lederman avait commis une erreur en ne faisant pas montre de déférence à l’égard de l’« appréciation commerciale » de la haute direction. La cour a déclaré à ce sujet :

[TRADUCTION] Premièrement, compte tenu de la conclusion du juge de première instance à l’existence d’une affirmation implicite que les prévisions étaient raisonnables, la question de savoir s’il y avait présentation inexacte des faits comporte une notion d’appréciation commerciale du caractère raisonnable. Une prévision est un parfait exemple d’appréciation commerciale. Il faut tenir compte de

30

31

that is the centrepiece of the business judgment rule involves a “range of reasonableness”. [para. 157]

Applying the Business Judgment Rule, the court found that Lederman J. had wrongly substituted his own view as to whether the forecast was objectively reasonable as of May 20 for management’s view, and also that Lederman J. had overlooked important pieces of evidence that tended to support management’s view. The court therefore allowed the appeal as to liability, and declined to address the issue of damages. As to costs, the court characterized the litigation as “a commercial dispute between sophisticated commercial actors who are well resourced” ((2006), 20 B.L.R. (4th) 1, at para. 6), and subsequently refused the representative plaintiff’s request that no costs be awarded against him based on s. 31(1) of the *Class Proceedings Act, 1992*, S.O. 1992, c. 6. Costs were thus awarded to Danier, Wortsman and Tatoff on a partial indemnity basis.

VI. Analysis

32

The *Securities Act* is remedial legislation and is to be given a broad interpretation: *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557. It protects investors from the risks of an unregulated market, and by its assurance of fair dealing and by the promotion of the integrity and efficiency of capital markets it enhances the pool of capital available to entrepreneurs. The Act supplants the “buyer beware” mind set of the common law with compelled disclosure of relevant information. At the same time, in compelling disclosure, the Act recognizes the burden it places on issuers and in Part XV sets the limits on what is required to be disclosed. The problem for the appellants is that when a prospectus is accurate at the time of filing, s. 57(1) of the Act limits the obligation of post-filing disclosure to notice of a “material change”, which the Act defines in s. 1 in relevant part as

l’appréciation commerciale. Deuxièmement, le « caractère raisonnable », qui est au cœur de la règle de l’appréciation commerciale, comporte « divers degrés de caractère raisonnable ». [par. 157]

Appliquant la règle de l’appréciation commerciale, la cour a conclu que le juge Lederman avait eu tort de substituer son propre point de vue à celui de la direction quant à savoir si les prévisions étaient objectivement raisonnables le 20 mai, et qu’il n’avait pas tenu compte d’importants éléments de preuve tendant à étayer le point de vue de la direction. La cour a donc accueilli l’appel en ce qui a trait à la responsabilité et a refusé d’aborder la question des dommages-intérêts. Quant aux dépens, la cour a qualifié le litige de [TRADUCTION] « différend commercial opposant des acteurs commerciaux avertis et bien nantis » ((2006), 20 B.L.R. (4th) 1, par. 6), et elle a, par la suite, rejeté la requête du représentant des demandeurs voulant qu’il ne soit pas condamné aux dépens en application du par. 31(1) de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs*, L.O. 1992, ch. 6. Des dépens ont donc été accordés à Danier, à M. Wortsman et à M. Tatoff sur la base d’une indemnisation partielle.

VI. Analyse

La *Loi sur les valeurs mobilières* est une mesure législative corrective et doit recevoir une interprétation large : *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557. Elle protège les investisseurs contre les risques d’un marché non réglementé et, en assurant le caractère équitable des opérations et en favorisant l’intégrité et l’efficacité des marchés financiers, elle accroît la disponibilité de capitaux pour les chefs d’entreprise. Cette loi supprime la mentalité existant en common law selon laquelle « l’acheteur doit prendre garde », en prescrivant la divulgation des renseignements pertinents. Du même coup, elle reconnaît le fardeau que l’obligation de divulguer impose aux émetteurs et établit, à la partie XV, les limites de ce qui doit être divulgué. Le problème qui se pose pour les appelants est que, lorsqu’un prospectus est exact au moment de son dépôt, le par. 57(1) de la Loi limite l’obligation de divulguer après le dépôt à un avis de « changement important » qui, dans la partie pertinente de l’art. 1 de la Loi, est défini comme étant

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 . . . ;

An issuer has no similar express obligation to amend a prospectus or to publicize and file a report for the modification of material *facts* occurring after a receipt for a prospectus is obtained. That is where the legislature has drawn the line.

The appellants no longer dispute the trial judge's finding that Danier's prospectus provided "full, true and plain disclosure of all material facts" when it was receipted on May 6, 1998. However, they cite *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194 (1st Cir. 1996), for the proposition that an issuer should not be allowed to "exploit its informational trading advantage, at the expense of investors, by delaying disclosure of material nonpublic negative news until after completion of the offering" (p. 1204). As to intra-quarterly results, *Shaw* states:

[G]iven that at any point in a quarter, the remainder of the period may not mirror the quarter-to-date, is there a sufficient probability that unexpectedly disastrous quarter-to-date performance will carry forward to the end of the quarter, such that a reasonable investor would likely consider the interim performance important to the overall mix of information available? . . . [T]he question is whether the nondisclosure of interim facts rendered the prospectus materially incomplete. [p. 1210]

The appellants argue that *Shaw's* "materially incomplete" test applies at least to the extent of obliging issuers to correct misinformation, and this duty (grounded in s. 130(1) itself) exists independently of the prospectus disclosure requirements of ss. 56 to 58. The separate and continuing obligation on issuers is to disclose any material facts arising after the date of the prospectus and before closing that make any of the factual assertions implied in

un changement dans [l]es activités commerciales, [l']exploitation ou [le] capital [d'un émetteur], s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. . .

L'émetteur n'a aucune obligation expresse similaire de modifier son prospectus ni de diffuser et déposer un rapport faisant état d'un changement de *faits* importants survenu après que l'on a accusé réception du prospectus. C'est là que le législateur a fixé la limite.

Les appelants ne contestent plus la conclusion du juge de première instance selon laquelle le prospectus divulguait « complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents » au moment où on en a accusé réception le 6 mai 1998. Ils invoquent toutefois l'arrêt *Shaw c. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194 (1st Cir. 1996), à l'appui de leur argument selon lequel il ne devrait pas être permis à l'émetteur de [TRADUCTION] « tirer profit, aux dépens des investisseurs, de l'avantage commercial dont il jouit sur le plan de l'information en attendant la clôture du placement pour divulguer des nouvelles négatives importantes inconnues du public » (p. 1204). En ce qui concerne les résultats intratrimetriels, la cour affirme ceci dans l'arrêt *Shaw* :

[TRADUCTION] [V]u que, à tout moment au cours d'un trimestre, il se peut que la période restante ne ressemble pas à celle qui vient de s'écouler, existe-t-il une probabilité suffisante que le rendement étonnamment désastreux du trimestre à ce jour persiste jusqu'à la fin du trimestre, de sorte qu'il est probable que l'investisseur raisonnable jugerait important que le rendement dans l'intervalle fasse partie de l'ensemble des renseignements disponibles? [. . .] [L]a question est de savoir si la non-divulcation des faits survenus dans l'intervalle a rendu le prospectus nettement incomplet. [p. 1210]

Les appelants font valoir que le critère du « caractère nettement incomplet » établi dans l'arrêt *Shaw* s'applique au moins au point d'obliger les émetteurs à rectifier les renseignements inexacts, et que cette obligation (fondée sur le par. 130(1) même) existe indépendamment des exigences de divulgation que les art. 56 à 58 prescrivent pour les prospectus. L'obligation distincte et continue qui incombe aux émetteurs consiste à divulguer tout fait important

the forecast untrue. The gist of the appellants' complaint is succinctly summarized in their factum as follows:

. . . Danier management decided not to disclose this [the intra-quarterly] information to Danier's board, counsel, auditors, underwriters, or to the market. Rather, they closed the offering and collected \$67,950,000 in proceeds. Two weeks after closing, [Danier] finally disclosed the information and a revised, substantially lower, forecast for Q4 and FY 1998. The market price of Danier's shares immediately fell. In contrast to the Wortsman Family Trust, which reaped \$27,500,000, Danier's investors lost 22% of their investment. [para. 1]

A. *Did Section 130(1) of the Securities Act Oblige Danier to Disclose Material Facts Arising After its Prospectus was Filed?*

34

The appellants argue that post-filing information falling short of "material change" can nevertheless base an action for prospectus misrepresentation because of the wording, as they interpret it, of s. 130(1) which reads:

130.—(1) Where a prospectus together with any amendment to the prospectus contains a misrepresentation, a purchaser who purchases a security offered thereby during the period of distribution or distribution to the public shall be deemed to have relied on such misrepresentation if it was a misrepresentation at the time of purchase and has a right of action for damages against,

- (a) the issuer or a selling security holder on whose behalf the distribution is made;
-
- (e) every person or company who signed the prospectus or the amendment to the prospectus other than the persons or companies included in clauses (a) to (d), . . .

qui survient après la date du prospectus et avant la clôture et qui rend fausse l'une ou l'autre des affirmations factuelles implicites que comportent les prévisions. Les appelantes résumant ainsi l'essentiel de leur plainte dans leur mémoire :

[TRADUCTION] . . . la direction de Danier a décidé de ne pas divulguer ces renseignements [intratrimetriels] au conseil d'administration de Danier, aux avocats, aux vérificateurs, aux preneurs fermes ou au marché. Elle a préféré clore le placement et toucher un produit de 67 950 000 \$. Deux semaines après la clôture, [Danier a] finalement divulgué les renseignements et révisé sérieusement à la baisse les prévisions pour le quatrième trimestre et l'exercice 1998. Le cours de l'action de Danier a chuté immédiatement. À la différence de la fiducie de la famille Wortsman, qui a récolté 27 500 000 \$, les investisseurs de Danier ont perdu 22 pour 100 de leur investissement. [par. 1]

A. *Le paragraphe 130(1) de la Loi sur les valeurs mobilières obligeait-il Danier à divulguer les faits importants survenus après le dépôt du prospectus?*

Les appelants soutiennent que les données ultérieures au dépôt qui ne constituent pas un « changement important » peuvent néanmoins donner ouverture à action pour présentation inexacte des faits dans un prospectus en raison de l'interprétation qu'ils donnent du par. 130(1), qui prévoit ceci :

130 (1) En cas de présentation inexacte des faits dans un prospectus et ses modifications, l'acheteur qui achète des valeurs mobilières offertes par ce prospectus au cours de la période de placement ou de placement dans le public est réputé s'être fié à cette présentation inexacte des faits si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l'achat et il peut intenter une action en dommages-intérêts contre les personnes suivantes :

- a) l'émetteur ou le détenteur qui a vendu les valeurs mobilières et au nom de qui le placement est effectué;
-
- e) les personnes ou les compagnies qui ont signé le prospectus ou ses modifications, autres que les personnes ou les compagnies visées aux alinéas a) à d). . .

Was the sales forecast, though found not to be a “material change”, nevertheless a “misrepresentation” as of May 16, 1998? According to s. 1, a “misrepresentation” can occur by

an omission to state a material fact that is . . . necessary to make a statement not misleading in the light of the circumstances in which it was made;

The argument, therefore, is that failure to disclose the intra-quarterly results prior to closing rendered the prospectus forecast “misleading” at the “time of purchase” to the knowledge of the respondents, and therefore actionable under s. 130(1). This is because a “material fact” is defined in the Act more broadly than a “material change” and includes “a fact that significantly affects, or would reasonably be expected to have a significant effect on, the market price or value of . . . securities” (s. 1). The trial judge concluded that the intra-quarterly results constituted a “material fact”.

The appellants further submit that nothing in s. 130(1) suggests any legislative intent to alter the basic common law principle that requires a representation that becomes untrue to the maker’s knowledge to be corrected before it is acted upon (see S. M. Waddams, *The Law of Contracts* (4th ed. 1999), at p. 315). In this vein, the appellants, as did the trial judge, observe that s. 130(1) (as it stood in 1998) deems an investor to have relied on a misrepresentation “if it was a misrepresentation at the time of purchase”. Reference to “the time of purchase”, they say, further indicates that an issuer’s duty to disclose material facts continues until the closing date.

In my opinion, with respect, these submissions are not persuasive. Prospective purchasers were entitled to assume that no material *changes* (as defined in the Act) had occurred to the material facts disclosed in

Bien qu’elles n’aient pas été qualifiées de « changement important », les prévisions de ventes constituaient-elles néanmoins une « présentation inexacte des faits » le 16 mai 1998? Aux termes de l’art. 1, une « présentation inexacte des faits » peut résulter

de l’omission de relater un fait important dont la déclaration est [. . .] nécessaire pour que la déclaration ne soit pas trompeuse, eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite.

Donc, selon cet argument, l’omission de divulguer les résultats intratrimetriels avant la clôture rendait — à la connaissance des intimés — les prévisions « trompeuses » au « moment de l’achat », et donnaient donc ouverture à action en vertu du par. 130(1). Il en est ainsi parce que la Loi définit l’expression « fait important » de façon plus large que l’expression « changement important », en ce sens qu’elle s’entend « d’un fait qui a un effet significatif sur le cours ou la valeur de [. . .] valeurs mobilières ou dont il est raisonnable de s’attendre qu’il aura cet effet » (art. 1). Le juge de première instance a conclu que les résultats intratrimetriels constituaient un « fait important ».

Les appelants soutiennent en outre que rien dans le par. 130(1) n’indique que le législateur avait l’intention de modifier le principe fondamental de common law qui exige que toute déclaration qui devient fausse à la connaissance de son auteur soit rectifiée avant qu’on y donne suite (voir S. M. Waddams, *The Law of Contracts* (4^e éd. 1999), p. 315). Dans la même veine, les appelants, à l’instar du juge de première instance, font observer que, selon le par. 130(1) (tel qu’il existait en 1998), l’investisseur est réputé s’être fié à une présentation inexacte des faits « si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l’achat ». Selon eux, la mention du « moment de l’achat » indique en outre que l’obligation de l’émetteur de divulguer les faits importants continue d’exister jusqu’à la date de clôture.

En toute déférence, je juge ces arguments non convaincants. Les acheteurs éventuels étaient en droit de présumer que les faits importants divulgués dans le prospectus n’avaient subi aucun

the prospectus between the filing date and the closing date, but that is the extent of the assurance given by the Act to prospective investors.

38

The appellants submit that s. 57(1) should not be used as a guide to the interpretation of s. 130(1), relying in part on the argument that “s. 57(1) says nothing about whether a material fact if disclosed may remain uncorrected if it becomes untrue by the date of purchase, and thus the section does nothing to limit any such duty that may otherwise exist”, as discussed by H. Underwood and R. Sorell in “Danier Leather Inc. and the Duty to Update a Prospectus” (2006), 43 *Can. Bus. L.J.* 134, at pp. 144-45. However, such an interpretation would disregard the court’s duty to interpret the statute “harmoniously” as a whole. Imposition of civil liability under s. 130(1) for an omission to do what the legislature as a matter of policy has declined to require in s. 57(1) would simply be to substitute the court’s view of policy for that adopted by the legislature. The distinction between “material change” and “material fact” is deliberate and policy-based, as explained by a former chairman of the O.S.C.:

The term “material fact” is necessary when an issuer is publishing a disclosure document, such as a prospectus or a take-over bid circular, where all material information concerning the issuer at a point in time is published in one document which is convenient to the investor. The term “material change” is limited to a change in the business, operations or capital of the issuer. This is an attempt to relieve reporting issuers of the obligation to continually interpret external political, economic and social developments as they affect the affairs of the issuer, unless the external change will result in a change in the business, operations or capital of the issuer, in which case, timely disclosure of the change must be made. [Emphasis added.]

(Remarks of Peter J. Dey concerning disclosure under the *Securities Act* made to securities lawyers in Calgary and Toronto on June 7 and 9, 1983.)

changement important (au sens de la Loi) entre la date de dépôt et la date de clôture, mais c’est tout ce que la Loi assure aux investisseurs éventuels.

Les appelants soutiennent que le par. 57(1) ne devrait pas être utilisé pour interpréter le par. 130(1), en se fondant en partie sur l’argument selon lequel [TRADUCTION] « le par. 57(1) ne précise pas si, une fois divulgué, un fait important peut demeurer non rectifié s’il est devenu inexact à la date d’achat, de sorte que ce paragraphe n’a pas pour effet de limiter toute obligation qui peut par ailleurs exister », comme l’expliquent H. Underwood et R. Sorell dans « Danier Leather Inc. and the Duty to Update a Prospectus » (2006), 43 *Rev. can. dr. comm.* 134, p. 144-145. Toutefois, une telle interprétation ne tiendrait pas compte du devoir de la cour d’interpréter la loi comme un tout « harmonieux ». Imposer la responsabilité civile prévue au par. 130(1) pour avoir omis de faire ce que le législateur a, pour des raisons de politique générale, refusé d’exiger au par. 57(1) reviendrait simplement à substituer le point de vue de la cour à celui que le législateur a adopté en matière de politique générale. La distinction entre « changement important » et « fait important » est délibérée et fondée sur une politique générale, comme l’a expliqué l’ex-président de la CVMQ :

[TRADUCTION] L’expression « fait important » est nécessaire lorsque l’émetteur rend public un document d’information, comme un prospectus ou une note d’information, où tous les renseignements importants concernant l’émetteur à un moment donné sont publiés dans un seul document commode pour l’investisseur. L’expression « changement important » ne vise que les changements dans les activités commerciales, l’exploitation ou le capital de l’émetteur. On vise ainsi à déga-ger les émetteurs assujettis de l’obligation d’interpréter continuellement les changements politiques, économiques et sociaux ayant une incidence sur leurs affaires, à moins que le changement extérieur n’entraîne un changement dans leurs activités commerciales, leur exploitation ou leur capital, auquel cas ils doivent divulguer sans délai le changement en question. [Je souligne.]

(Allocution portant sur la divulgation prévue par la *Loi sur les valeurs mobilières*, prononcée par Peter J. Dey devant des avocats spécialisés dans les valeurs mobilières à Calgary et à Toronto les 7 et 9 juin 1983.)

As to the current state of this policy, it is worth noting that both the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, *Final Report: Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (1997) (“Allen Report”), and the Ontario, *Five Year Review Committee Final Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)* (2003) (“Crawford Report”), considered whether the *Securities Act* should be amended to require continuing disclosure by issuers of material facts or whether the policy of requiring the disclosure of only material changes should be continued. Both committees recommended against a modification of the statutory policy.

Firstly, if an issuer has fully complied with its regulatory obligations under ss. 56 to 58 of the Act it would be contrary to the scheme of the Act, and to the intent of the Ontario legislature reflected therein, to find civil liability against an issuer under s. 130(1) for failing to disclose post-filing information that does not amount to a material change.

Secondly, the statutory definition of “misrepresentation” uses the past tense in the phrase “in the light of the circumstances in which it was made”. The appellants say the past tense “contemplates that a statement may need correction later” (A.F., at para. 51). In my view, however, this past tense simply signals that the relevant date for assessing the accuracy of a statement is the effective date when the statement *was* made, i.e., the date the prospectus (or an amendment) was filed.

Thirdly, the appellants rely on the phrase “if it was a misrepresentation at the time of purchase” but this reliance too, in my view, is misplaced. These are words of limitation designed to ensure that s. 130(1) does not impose civil liability for a representation that had become cured or corrected at the date of purchase. Suppose, for example, that

Quant à l'état actuel de cette politique générale, il convient de noter que le Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, dans son rapport intitulé *Final Report : Responsible Corporate Disclosure : A Search for Balance* (1997) (le « rapport Allen »), et l'Ontario, dans son rapport intitulé *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans : Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)* (2003) (le « rapport Crawford »), se sont tous les deux demandé si la *Loi sur les valeurs mobilières* devrait être modifiée de manière à obliger les émetteurs à divulguer de façon continue les faits importants, ou si la politique actuelle qui n'oblige à divulguer que les changements importants devrait être maintenue. Les deux comités se sont prononcés contre la modification de la politique législative.

Premièrement, j'estime que, si un émetteur s'est conformé pleinement aux exigences réglementaires des art. 56 à 58 de la Loi, il serait contraire à l'esprit de la Loi, ainsi qu'à l'intention du législateur ontarien qui en ressort, de tenir cet émetteur civilement responsable en application du par. 130(1) pour avoir omis de divulguer des données ultérieures au dépôt qui ne constituent pas un changement important.

Deuxièmement, la définition légale de l'expression « présentation inexacte des faits » utilise le passé dans le passage « eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite ». Selon les appelants, l'emploi du passé [TRADUCTION] « indique qu'une déclaration peut devoir être rectifiée ultérieurement » (m.a., par. 51). J'estime, cependant, que cet emploi du passé indique seulement que la date pertinente pour apprécier l'exactitude d'une déclaration est la date réelle à laquelle elle *a été* faite, c'est-à-dire la date de dépôt du prospectus (ou d'une modification).

Troisièmement, les appelants s'appuient sur le passage « si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l'achat », mais j'estime qu'ils ne sont pas justifiés de le faire non plus. Il s'agit là de mots limitatifs destinés à assurer que le par. 130(1) n'impose pas une responsabilité civile pour une présentation des faits qui était

39

40

41

Danier owned an important patent on a process for working leather, and trumpeted this fact in its prospectus, inadvertently failing to disclose that a competitor had mounted a serious court challenge to the patent's validity. The Act gives the purchasers the benefit of "deemed" reliance. The existence of a serious court challenge would be a material fact. Yet if the challenge were settled or discontinued and the patent thus vindicated *before* the time of purchase, why should the omission attract damages or rescission? The answer, according to the language of s. 130(1), is that it does not.

corrigée ou redevenue exacte au moment de l'achat. Supposons, par exemple, que Danier possédait un important brevet relatif à un procédé de travail du cuir, qu'elle le clamait haut et fort dans son prospectus et qu'elle a omis par inadvertance de mentionner qu'un concurrent contestait sérieusement la validité de ce brevet devant les tribunaux. La Loi considère, à l'avantage des acheteurs, que ceux-ci sont réputés s'être fiés à ce qui leur a été présenté. L'existence d'une contestation judiciaire sérieuse serait un fait important. Pourtant, si cette contestation était réglée ou abandonnée et que la validité du brevet était ainsi confirmée *avant* l'achat, pourquoi cette omission donnerait-elle ouverture à des dommages-intérêts ou à l'annulation? La réponse, selon le libellé du par. 130(1), est qu'elle ne le fait pas.

42 The appellants' reliance on the common law as a guide to the interpretation of s. 130(1) is also unconvincing. The common law does not require a person selling shares to issue a prospectus. It does not define or distinguish between material facts and material changes. It does not create a scheme of compelled disclosure with its own requirements and limits on those requirements. It is the Act and not the common law that settles the policy.

Le recours des appelants à la common law pour interpréter le par. 130 (1) n'est pas plus convaincant. La common law n'oblige pas la personne qui vend des actions à publier un prospectus. Elle ne définit pas les expressions « fait important » et « changement important » et n'établit aucune distinction entre elles. Elle ne crée pas un régime de divulgation forcée comportant ses propres exigences et des limites à ces exigences. C'est la Loi, et non la common law, qui établit la politique applicable.

43 In summary, when (as here) a prospectus (or an amendment) contains no misrepresentation *on the date the document is filed*, information amounting to material *facts* (but not material *changes*) that arises subsequently cannot support an action under s. 130(1). (Of course, if a material *change* arises during the period of distribution, failure to disclose this change as required by s. 57(1) could support an action under s. 130(1).) In the case at bar, however, the trial judge found that the intra-quarterly results were *not* a material change, and as will be explained, I agree with the trial judge in this regard. Such is the prospectus disclosure policy presently mandated by the Act and the courts are obliged to give effect to it. In contexts other than "prospectus misrepresentation", including regulatory or stock exchange oversight, a different policy may prevail, depending on the governing rules and

Somme toute, lorsque (comme en l'espèce) un prospectus (ou une modification) ne comporte aucune présentation inexacte des faits *à la date du dépôt du document*, les renseignements constituant des *faits* importants (mais non des *changements* importants) qui apparaissent par la suite ne peuvent étayer une action fondée sur le par. 130(1). (Naturellement, si un *changement* important survient pendant la période de placement, l'omission de divulguer ce changement conformément au par. 57(1) pourrait justifier une action fondée sur le par. 130(1).) En l'espèce, toutefois, le juge de première instance a conclu que les résultats intratrimetriels *ne* constituaient *pas* un changement important et, comme je vais l'expliquer, je partage son opinion à cet égard. Telle est la politique de divulgation que la Loi prescrit actuellement à l'égard des prospectus, et les tribunaux sont tenus de l'appliquer. Dans

enactments. This appeal is concerned only with s. 130(1).

For the sake of completeness, I note that s. 130(1) was amended by the *Budget Measures Act (Fall), 2004*, S.O. 2004, c. 31, Sched. 34, s. 6, but the change is not material to the present appeal.

B. Did the Courts Below Err in Failing to Find That the Intra-Quarterly Results Amounted to a Material Change?

In an alternative argument, the appellants insist that the trial judge erred in failing to find that the intra-quarterly results constituted a “material change” that should have been disclosed pursuant to s. 57(1). For ease of reference, I repeat the definition of a “material change” in s. 1(1) of the Act:

... 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

The appellants submit that “the change in the results of Danier’s operations amounted to a material change” (A.F., at para. 56 (emphasis added)), but this submission conflates “operations” with “results of operations”. The shortfall in sales noted on May 16, 1998 is properly characterized as “results of operations”, a term which is now found in ss. 1(1), 3.9 and 138.1 of the Act. Again, the legislature could have included “results of operations” in the definition of “material change” if it had intended to cast the disclosure obligation so widely, but they did not.

The appellants rely in this respect on *Pezim*, at p. 600, where the Court agreed with the British

des contextes autres que la « présentation inexacte des faits dans un prospectus », dont celui d’un régime de surveillance réglementaire ou boursier, une politique différente peut s’appliquer, selon les règles et les textes législatifs applicables. Le présent pourvoi ne porte que sur le par. 130(1).

Par souci d’exhaustivité, je souligne que le par. 130(1) a été modifié par la *Loi de 2004 sur les mesures budgétaires (automne)*, L.O. 2004, ch. 31, ann. 34, art. 6, mais la modification apportée n’est pas pertinente dans le présent pourvoi.

B. Les tribunaux inférieurs ont-ils commis une erreur en ne concluant pas que les résultats intratrimetriels constituaient un changement important?

Subsidiairement, les appelants font valoir que le juge de première instance a commis une erreur en ne concluant pas que les résultats intratrimetriels constituaient un « changement important » qui aurait dû être divulgué conformément au par. 57(1). Pour en faciliter la consultation, je reproduis de nouveau la définition de « changement important » qui figure au par. 1(1) de la Loi :

... un changement dans [l]es activités commerciales, [l]’exploitation ou [le] capital [d’un émetteur], s’il est raisonnable de s’attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. . . .

Les appelants soutiennent que [TRADUCTION] « le changement dans les résultats d’exploitation de Danier constituait un changement important » (m.a., par. 56 (je souligne)), mais cet argument confond « exploitation » et « résultats d’exploitation ». Le ralentissement des ventes constaté le 16 mai 1998 est qualifié à juste titre de « résultat » ou « résultat d’exploitation », expression qui figure désormais au par. 1(1) et aux art. 3.9 et 138.1 de la Loi. Là encore, le législateur aurait pu inclure les « résultats d’exploitation » dans la définition de l’expression « changement important » s’il avait voulu donner un sens aussi large à l’obligation de divulgation, mais il ne l’a pas fait.

À cet égard, les appelants invoquent l’arrêt *Pezim*, p. 600, où la Cour a convenu avec la British

44

45

46

Columbia Securities Commission that “a change in assay and drilling results can amount to a material change depending on the circumstances”. A change in assay or drilling results is itself a change in the issuer’s “assets” (the term then used in the British Columbia *Securities Act*), but 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.

Columbia Securities Commission qu’« un changement dans les résultats de titrage et de forage peut, selon les circonstances, constituer un changement important ». Un changement dans les résultats de titrage ou de forage constitue en soi un changement dans les « éléments d’actif » (« *assets* », terme alors employé dans la *Securities Act* de la Colombie-Britannique) de l’émetteur, mais un changement dans les résultats intratrimetriels ne constitue pas en soi un changement dans les activités commerciales, l’exploitation ou le capital de l’émetteur et, du reste, n’indique pas nécessairement qu’un tel changement s’est produit. Les ventes fluctuent souvent (comme c’est le cas en l’espèce) en raison de facteurs n’ayant rien à voir avec l’émetteur.

47 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.

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

48 In the present case, there is no evidence that Danier made a change in its business, operations or capital during the period of distribution. It is not disputed that the revenue shortfall as of May 16 was caused by the unusually hot weather, a factor external to the issuer. Consequently, Danier experienced no material change that required disclosure and did not breach s. 57(1).

En l’espèce, rien ne prouve que Danier a effectué un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital durant la période de placement. Personne ne conteste que le manque à gagner du 16 mai était dû au temps exceptionnellement chaud, un facteur n’ayant rien à voir avec l’émetteur. En conséquence, Danier n’a subi aucun changement important qui devait être divulgué, et elle n’a pas enfreint le par. 57(1).

C. *Did the Forecast Contain an Implied Representation of Objective Reasonableness?*

C. *Les prévisions comportaient-elles une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable?*

49 The trial judge found that the forecast contained an implied representation of objective

Le juge de première instance a conclu que les prévisions comportaient une déclaration implicite

reasonableness that extended until closing on May 20. The Court of Appeal disagreed, holding that the forecast contained no implied representation of objective reasonableness in fact, and that none is implied as a matter of law. In my view, as a matter of *fact*, the forecast *did* carry an implied representation of objective reasonableness rooted in the language of the prospectus, but this implied representation extended only until the prospectus was received on May 6.

The forecast was prepared as of April 2, and in the prospectus it is stated that “[t]he Forecast is based on assumptions that reflect management’s best judgement of the most probable set of economic conditions and the Company’s planned course of action as of April 2, 1998” (Final Prospectus, at p. 26). Likewise, the Auditors’ Report, dated April 6, advises that “the assumptions developed by management are suitably supported and consistent with the plans of the Company, and provide a reasonable basis for the forecast” (*ibid.*). The prospectus further states that the assumptions were “considered reasonable by the Company at the time of preparation of the forecast” (p. 8) and that “[t]he Forecast has been prepared using generally accepted accounting principles” (p. 27). Significant assumptions are then listed. That is enough, it seems to me, for potential investors to infer not just that the forecast represents management’s best judgment (as the Court of Appeal held), but also that management’s judgment is based on facts and assumptions that reasonable business people in possession of the same information as Danier’s management would reasonably regard as reliable for the purpose of a forecast.

The forecast was not, however, put forward as objectively reasonable as of May 20 or, for that matter, as of any date after May 6. The prospectus stated that “[t]he financial reports issued by the Company to its shareholders during the forecast period will contain either a statement that there are

de caractère objectivement raisonnable qui s’est appliquée jusqu’à la clôture le 20 mai. La Cour d’appel n’était pas du même avis et a jugé que les prévisions ne comportaient aucune déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable sur le plan des faits et qu’aucune déclaration de cette nature n’est implicite en droit. J’estime que, sur le plan des *faits*, les prévisions *comportaient* une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable enracinée dans le libellé du prospectus, mais que cette déclaration implicite s’appliquait seulement jusqu’au moment où on a accusé réception du prospectus le 6 mai.

Les prévisions étaient préparées le 2 avril, et le prospectus précisait que « [l]es prévisions sont fondées sur des hypothèses qui traduisent le meilleur jugement de la société sur la conjoncture économique la plus probable et le plan d’actions (*sic*) prévu de la société au 2 avril 1998 » (prospectus définitif, p. 31). De même, le rapport des vérificateurs daté du 6 avril signale que « les hypothèses formulées par la direction sont convenablement étayées et conformes aux plans de la société et constituent une base raisonnable pour les prévisions » (*ibid.*). On précise également, dans le prospectus, que ces hypothèses étaient « jugées raisonnables par la société au moment où elles ont été préparées » (p. 10) et que « [l]es prévisions ont été préparées conformément aux principes comptables généralement reconnus » (p. 32). Une liste des principales hypothèses est ensuite présentée. Cela suffit, me semble-t-il, pour que les investisseurs potentiels infèrent non seulement que les prévisions traduisent le meilleur jugement de la direction (comme l’a conclu la Cour d’appel), mais aussi que le jugement de la direction repose sur des faits et des hypothèses que des gens d’affaires raisonnables — disposant des mêmes renseignements que la direction de Danier — auraient raisonnablement tenus pour fiables pour faire des prévisions.

Les prévisions n’ont toutefois pas été présentées comme étant objectivement raisonnables en date du 20 mai ni, du reste, à aucune date après le 6 mai. Le prospectus indiquait que « [l]es rapports financiers émis par la société à ses actionnaires au cours de la période prévisionnelle contiendront soit

no significant changes to be made to the Forecast or a revised forecast accompanied by explanations of significant changes” (Final Prospectus, at p. 26), but no financial reports were issued to shareholders during the period of distribution. The prospectus did *not* promise that the forecast would be updated if and as soon as conditions changed. Potential investors should therefore have recognized that the forecast was just a snapshot of the company’s prospects as of May 6. Accordingly, the trial judge, having found the forecast to be objectively reasonable as of May 6, erred in going on to evaluate the objective reasonableness of the forecast at the date of closing, and assessing damages for its perceived deficiencies as of that date.

D. Does the Business Judgment Rule Have any Application to the Disclosure Requirements Under Sections 56 to 58 of the Securities Act?

52

The respondents invoke the Business Judgment Rule. The Court of Appeal held that the trial judge had paid insufficient deference to management’s expertise in forecasting sales based on years of hands-on retail experience. At para. 165, the Court of Appeal said:

The trial judge’s point of view is necessarily a retrospective one. By contrast, the point of view of Wortsman and Tatoff was a prospective one, informed by the circumstances as they were on May 20. Their view might have been an optimistic one, but it was not unreasonable in the sense that it was outside a range of reasonable views of Danier’s situation at that time.

Accordingly, in that court’s view, there was no breach of any implied assertion of “objective reasonableness” as of May 20. Thus, even if (which they doubted) there was such an implied assertion, no follow-up disclosure obligation was triggered. For the reasons already stated, I accept that as of

une déclaration selon laquelle aucune modification importante ne doit être apportée aux prévisions, soit des prévisions révisées accompagnées d’explications des modifications importantes » (prospectus définitif, p. 31), mais aucun rapport financier n’a été émis aux actionnaires durant la période de placement. On *ne* promettait *pas*, dans le prospectus, de mettre à jour les prévisions si les conditions changeaient et dès qu’elles changeraient. Les investisseurs potentiels auraient donc dû reconnaître que les prévisions n’étaient qu’un instantané des perspectives qui s’offraient à la société en date du 6 mai. En conséquence, après avoir conclu que les prévisions étaient objectivement raisonnables en date du 6 mai, le juge de première instance a commis une erreur en appréciant ensuite le caractère objectivement raisonnable des prévisions à la date de clôture et en évaluant les dommages-intérêts pour leurs lacunes apparentes à cette date.

D. La règle de l’appréciation commerciale s’applique-t-elle aux exigences de divulgation prévues aux art. 56 à 58 de la Loi sur les valeurs mobilières?

Les intimés invoquent la règle de l’appréciation commerciale. La Cour d’appel a statué que le juge de première instance n’avait pas suffisamment fait montre de déférence à l’égard de l’expertise que la direction possédait en matière de prévisions de ventes grâce à des années d’expérience pratique dans le commerce au détail. La Cour d’appel a affirmé ceci, au par. 165 :

[TRADUCTION] Le point de vue du juge de première instance est nécessairement rétrospectif. En revanche, le point de vue de MM. Wortsman et Tatoff était prospectif et fondé sur les circonstances qui existaient le 20 mai. Il se pourrait que leur point de vue ait été optimiste, mais il n’était pas déraisonnable en ce sens qu’il s’écarterait d’une série de perceptions raisonnables de la situation de Danier à l’époque.

En conséquence, cette cour estimait qu’il n’y avait aucun manquement à une déclaration implicite de « caractère objectivement raisonnable » en date du 20 mai. Donc, même si une telle déclaration implicite existait (ce dont la cour doutait), aucune obligation de divulgation complémentaire ne prenait

May 6 (the date of receipt) there was an implied assertion by the issuer of objective reasonableness. The trial judge found the assertion to be true as of May 6. End of argument.

However, even if the situation is to be considered as of May 20, as contended for by the appellants (a faulty approach, as already stated), the trial judge still erred in finding that the implied assertion was incorrect as of the closing date. The respondents' expert had testified that the forecast remained objectively reasonable as of May 20, and neither of the appellants' experts testified to the contrary. The trial judge failed to provide any persuasive reasons to reject the unchallenged expert testimony on that point. His finding in that respect "can properly be characterized as 'unreasonable' or 'unsupported by the evidence'": *H.L. v. Canada (Attorney General)*, [2005] 1 S.C.R. 401, 2005 SCC 25, at para. 56.

On the broader legal proposition, however, I agree with the appellants that while forecasting is a matter of business judgment, disclosure is a matter of legal obligation. The Business Judgment Rule is a concept well-developed in the context of *business* decisions but should not be used to qualify or undermine the duty of disclosure. The Business Judgment Rule was well stated by Weiler J.A. in *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.):

The court looks to see that the directors made a reasonable decision not a perfect decision. Provided the decision taken is within a range of reasonableness, the court ought not to substitute its opinion for that of the board even though subsequent events may have cast doubt on the board's determination. As long as the directors have selected one of several reasonable alternatives, deference is accorded to the board's decision [Emphasis deleted; p. 192.]

I do not agree with the respondents that the Business Judgment Rule, thus formulated, applies

naissance. Pour les raisons déjà mentionnées, je reconnais qu'au 6 mai (date de l'accusé de réception) il existait, de la part de l'émetteur, une déclaration implicite de caractère objectivement raisonnable. Le juge de première instance a conclu que cette déclaration était vraie en date du 6 mai. Un point c'est tout.

Toutefois, même s'il faut tenir compte de la situation en date du 20 mai, comme le soutiennent les appelants (ce qui est erroné, comme je l'ai dit plus tôt), le juge de première instance a tout de même commis une erreur en concluant que la déclaration implicite était inexacte à la date de clôture. L'expert des intimés a affirmé que les prévisions étaient toujours objectivement raisonnables le 20 mai, et aucun expert des appelants n'a affirmé le contraire dans son témoignage. Le juge de première instance n'a exposé aucun motif convaincant de rejeter le témoignage d'expert non contesté à ce sujet. Sa conclusion à cet égard « peu[t] véritablement être qualifié[e] de "déraisonnabl[e]" ou de "non étayé[e] par la preuve" » : *H.L. c. Canada (Procureur général)*, [2005] 1 R.C.S. 401, 2005 CSC 25, par. 56.

Sur le plan juridique général, je conviens toutefois avec les appelants que, bien que les prévisions soient une question d'appréciation commerciale, la divulgation est une question d'obligation légale. La règle de l'appréciation commerciale est une notion bien établie dans le contexte des décisions *d'affaires*, mais elle ne doit pas servir à atténuer ou à miner l'obligation de divulgation. Dans l'arrêt *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.), la juge Weiler a bien exposé la règle de l'appréciation commerciale :

[TRADUCTION] Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. Dans la mesure où les administrateurs ont choisi l'une des diverses solutions raisonnables qui s'offraient, la retenue est de mise à l'égard de la décision du conseil. . . [Italiques omis; p. 192.]

Je ne suis pas d'accord avec les intimés pour dire que la règle de l'appréciation commerciale, ainsi

53

54

55

here. This is not to say that the expertise of Wortsman and Tatoff was not relevant to an analysis of the events leading up to the May 20 closing. If, contrary to my view, a disclosure obligation had arisen as the appellants contend, management would have been required to disclose the fourth quarter slump in sales but management could have announced with confidence that in its business judgment the forecast would nevertheless be met by the company's financial year end. Potential investors would have the current facts and might accept or not management's business judgment about the future outcome. However, the disclosure requirements under the Act are not to be subordinated to the exercise of business judgment. I do not believe the Court of Appeal intended to say otherwise, although its treatment of the "objective reasonableness" issue arguably had that effect in this case. It is for the legislature and the courts, not business management, to set the legal disclosure requirements.

formulée, s'applique en l'espèce. Cela ne signifie pas que l'expertise de MM. Wortsman et Tatoff n'était pas utile pour analyser les événements ayant mené à la clôture du 20 mai. Si, contrairement à ce que je pense, une obligation de divulgation avait pris naissance, comme le prétendent les appelants, la direction aurait été tenue de divulguer le ralentissement des ventes du quatrième trimestre, mais elle aurait pu annoncer avec confiance que, selon son sens des affaires, les prévisions seraient néanmoins réalisées à la fin de son exercice. Les investisseurs potentiels auraient été au courant de la situation qui prévalait et auraient alors pu accepter ou rejeter l'appréciation commerciale de la société quant à la suite des événements. Toutefois, les exigences de divulgation de la Loi ne doivent pas être subordonnées à l'appréciation commerciale. Je ne crois pas que la Cour d'appel a voulu affirmer le contraire, bien que la façon dont elle a traité la question du « caractère objectivement raisonnable » ait pu avoir cet effet en l'espèce. Il appartient au législateur et aux tribunaux, et non aux dirigeants d'entreprises, d'établir les exigences juridiques en matière de divulgation.

56

In *Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*, [2004] 3 S.C.R. 461, 2004 SCC 68, for example, a decision by management to implement a joint inventory procurement policy was challenged. In holding that management's decision was reasonable, the Court explained the judicial role in the context of that particular business decision as follows:

Courts are ill-suited and should be reluctant to second-guess the application of business expertise to the considerations that are involved in corporate decision making, but they are capable, on the facts of any case, of determining whether an appropriate degree of prudence and diligence was brought to bear in reaching what is claimed to be a reasonable business decision at the time it was made. [Emphasis added; para. 67.]

The O.S.C. in its argument stated with apparent confidence that "[t]he business judgment rule has never been applied in relation to securities disclosure generally or, more particularly, to forecasts

Par exemple, dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68, la décision de la direction de mettre en œuvre une politique d'approvisionnement commun a été contestée. En concluant que la décision de la direction était raisonnable, la Cour a expliqué en ces termes le rôle que les tribunaux doivent jouer dans le contexte de cette décision d'affaires particulière :

Les tribunaux ne doivent pas substituer leur opinion à celle des administrateurs qui ont utilisé leur expertise commerciale pour évaluer les considérations qui entrent dans la prise de décisions des sociétés. Ils sont toutefois en mesure d'établir, à partir des faits de chaque cas, si l'on a exercé le degré de prudence et de diligence nécessaire pour en arriver à ce qu'on prétend être une décision d'affaires raisonnable au moment où elle a été prise. [Je souligne; par. 67.]

Dans son argumentation, la CVMO a déclaré avec une assurance manifeste que [TRADUCTION] « [l]a règle de l'appréciation commerciale n'a jamais été appliquée à la question de la divulgation relative

contained in a prospectus” (O.S.C. Factum, at para. 2).

In *Re Anderson, Clayton Shareholders’ Litigation*, 519 A.2d 669 (1986), the Court of Chancery of Delaware declined to apply the business judgment rule to determine whether accurate disclosure had been made to shareholders in proxy disclosures and supplemental disclosures, stating:

... one of the underlying reasons for the great deference the business judgment rule carries with it, is not present in a setting of this kind. The quality of disclosure is inherently something that the court itself must ultimately evaluate. [p. 675]

The traditional justifications for the rule argue against its application here. It is said, truly enough, that judges are less expert than managers in making business decisions. Moreover, business decisions often involve choosing from amongst a range of alternatives. In order to maximize returns for shareholders, managers should be free to take reasonable risks without having to worry that their business choices will later be second-guessed by judges. These justifications — based on *relative expertise*, and on the need to support *reasonable risk-taking* — do not apply to disclosure decisions. Agreement with the appellants on this point, while it is an important point, does not change the outcome of the appeal. The appellants’ argument had already suffered two fatal blows before arriving at this point. The appeal on liability must still be dismissed.

E. *Did the Trial Judge Err in the Manner in Which He Calculated Damages?*

In light of the conclusion that the appellants’ class action must be dismissed, it becomes unnecessary to address the appellants’ arguments on damages.

aux valeurs mobilières en général, ou, plus particulièrement, à celle des prévisions figurant dans un prospectus » (mémoire de la CVMO, par. 2).

Dans la décision *Re Anderson, Clayton Shareholders’ Litigation*, 519 A.2d 669 (1986), la Court of Chancery du Delaware a refusé d’appliquer la règle de l’appréciation commerciale pour déterminer si les actionnaires avait obtenu une divulgation fidèle lors de divulgations de procura-tion et de divulgations complémentaires, affirmant ceci :

[TRADUCTION] ... l’une des raisons fondamentales pour lesquelles la règle de l’appréciation commerciale appelle une grande déférence n’est pas présente dans ce type de circonstances. La qualité de la divulgation est en soi un élément qui, en définitive, relève de l’appréciation de la cour elle-même. [p. 675]

Les justifications traditionnelles de la règle militent contre son application en l’espèce. On affirme, à juste titre, que les juges s’y connaissent moins que les directeurs pour prendre des décisions d’affaires. En outre, les décisions d’affaires comportent souvent un choix parmi une gamme de solutions. Pour maximiser le rendement des actions, les directeurs doivent être libres de prendre des risques raisonnables sans craindre que les tribunaux remettent par la suite en question les choix qu’ils ont faits sur le plan commercial. Ces justifications — fondées sur l’*expertise relative* et sur la nécessité de favoriser la *prise de risques raisonnables* — ne s’appliquent pas aux décisions en matière de divulgation. Le fait d’être d’accord avec les appelants sur ce point, si important soit-il, ne change rien à l’issue du présent pourvoi. L’argumentation des appelants avait déjà subi deux coups fatals avant d’en arriver là. L’appel sur la question de la responsabilité doit toujours être rejeté.

E. *Le juge de première instance a-t-il commis une erreur dans sa façon de calculer les dommages-intérêts?*

Compte tenu de la conclusion selon laquelle le recours collectif des appelants doit être rejeté, il n’est plus nécessaire d’examiner l’argumentation des appelants relative aux dommages-intérêts.

57

58

59

VII. Costs

60 The appellant Durst argued that the Court of Appeal erred as a matter of law in awarding costs against him as the representative plaintiff because of its misinterpretation of s. 31(1) of the *Class Proceedings Act, 1992*. Quite apart from s. 31(1), he says, general concerns about access to justice justified a departure from the usual rule that costs follow the event. The Court of Appeal, in effect, held that there was no more reason in this case for the successful defendants to carry the full costs of the defence than in any other commercial litigation.

61 The costs of the proceedings in the courts below were very much in the discretion of the Court of Appeal: *Courts of Justice Act, R.S.O. 1990, c. C.43, s. 131*. I would not interfere with its disposition.

62 There is no doubt that the representative plaintiff, Mr. Durst, was outraged by what he regarded as the devious conduct of the respondents, and considered that it was in the public interest to call them to account. Nevertheless, he also has a major personal financial interest in the outcome. He purchased 222,600 shares in Danier's IPO and made a profit of approximately \$1.5 million when he sold these shares. If the trial judgment had not been reversed on appeal, he would also have recovered an additional \$518,410 by way of damages. He acknowledged that he was a person of substance, with an investment portfolio in the range of \$11-22 million. (Although put forward as potential representative plaintiffs, the certification judge considered the appellants Douglas Kerr and S. Grace Kerr unacceptable in that role because Ms. Kerr was a partner in the law firm seeking to be class counsel ((2001), 19 B.L.R. (3d) 254, at para. 68) and that "[a]s a general principle, it is best that there is no appearance of impropriety. In this situation, there is the perception of a potential for abuse by class counsel through acting in their own self-interest rather than in the interests of the class" (para. 72). Accordingly, "the Kerrs are not approved as

VII. Dépens

L'appellant Durst a soutenu que la Cour d'appel a commis une erreur de droit en le condamnant aux dépens en sa qualité de représentant des demandeurs, en raison de sa mauvaise interprétation du par. 31(1) de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs*. Indépendamment du par. 31(1), dit-il, des préoccupations générales concernant l'accès à la justice justifiaient une dérogation à la règle habituelle voulant que les dépens suivent l'issue de la cause. La Cour d'appel a, en fait, conclu qu'il n'y avait pas plus de raison en l'espèce que dans n'importe quel autre litige de nature commerciale que les défendeurs ayant eu gain de cause supportent tous les coûts de la défense.

Les dépens devant les juridictions inférieures relevaient largement du pouvoir discrétionnaire de la Cour d'appel : *Loi sur les tribunaux judiciaires, L.R.O. 1990, ch. C.43, art. 131*. Je suis d'avis de ne pas modifier la décision de la Cour d'appel.

Il ne fait aucun doute que le représentant des demandeurs, M. Durst, a été indigné par ce qu'il considérait comme le comportement sournois des intimés et qu'il estimait qu'il était dans l'intérêt public de leur demander des comptes. Cependant, il a aussi personnellement un intérêt financier important dans l'issue de l'affaire. Il a acheté 222 600 actions lors du PAPE de Danier et il a réalisé un profit d'environ 1,5 million de dollars lorsqu'il les a vendues. Si le jugement de première instance n'avait pas été infirmé en appel, il aurait aussi touché 518 410 \$ à titre de dommages-intérêts. Monsieur Durst a admis qu'il était un homme riche et qu'il détenait un portefeuille d'environ 11 à 22 millions de dollars. (Bien que les appelants Douglas Kerr et S. Grace Kerr aient été proposés comme représentants potentiels des demandeurs, le juge chargé d'autoriser le recours collectif a considéré qu'ils ne pouvaient pas remplir cette fonction du fait que M^{me} Kerr était une associée du cabinet d'avocats qui cherchait à représenter le groupe ((2001), 19 B.L.R. (3d) 254, par. 68) et que [TRADUCTION] « [e]n règle générale, il est préférable qu'il n'y ait aucune apparence d'irrégularité. Dans ce cas, on perçoit un risque d'abus de la part de l'avocat

representative **plaintiffs. Mr. [D]urst is approved as the sole representative plaintiff**” (para. 73).)

There is nothing to be criticized in any of this. The trial judge noted that the costs incurred by Mr. Durst in this litigation outweighed any personal financial benefit. However, protracted litigation has become the sport of kings in the sense that only kings or equivalent can afford it. Those who inflict it on others in the hope of significant personal gain and fail can generally expect adverse cost consequences.

The appellants are correct to point out that there is a strong public interest in setting the rules of adequate disclosure by issuers prior to closing, that indeed proper disclosure is the heart and soul of the securities regulations across Canada. However, regard must also be had to the situation of the respondents/defendants who have incurred the costs of a 44-day trial and 5 days in the Court of Appeal and one day here to defend themselves against serious allegations, and who in this instance have prevailed.

Section 31(1) of the *Class Proceedings Act, 1992*, provides:

31.—(1) In exercising its discretion with respect to costs under subsection 131 (1) of the *Courts of Justice Act*, the court may consider whether the class proceeding was a test case, raised a novel point of law or involved a matter of public interest.

It has not been established that this is a “test case” in the conventional sense of a case selected to resolve a legal issue applicable to other pending or anticipated litigation. Nor have the appellants raised a “novel point of law”. As we have seen, the heart of the case is simply a shareholder dispute over a lot of money requiring the application of well-settled principles of statutory interpretation to

du groupe qui pourrait agir dans son propre intérêt plutôt que dans celui du groupe » (par. 72). En conséquence, [TRADUCTION] « les Kerr ne sont pas autorisés à agir comme représentants des demandeurs. Monsieur [D]urst est désigné comme seul représentant des demandeurs » (par. 73).)

Il n’y a rien à redire à ce sujet. Le juge de première instance a souligné que les frais engagés par M. Durst dans le présent litige l’emportaient sur tout avantage financier personnel. Toutefois, les litiges interminables sont devenus un sport de roi en ce sens que seuls les rois ou autres personnes bien nanties comme eux peuvent se les payer. Les personnes qui intentent sans succès de telles poursuites contre autrui dans l’espoir d’en tirer un gain personnel important peuvent s’attendre à subir des conséquences négatives sur le plan des dépens.

Les appelants ont raison de souligner qu’il est clairement dans l’intérêt public de fixer les règles de divulgation suffisante par les émetteurs avant la clôture, et que la divulgation suffisante est en fait au cœur de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Toutefois, il faut aussi tenir compte de la situation des intimés/défendeurs qui ont engagé des frais pour répondre à de graves allégations lors de procédures qui ont duré 44 jours en première instance, cinq en Cour d’appel et un devant notre Cour, et qui, en l’espèce, l’ont emporté.

Le paragraphe 31(1) de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs* prévoit ceci :

31 (1) Le tribunal peut, dans l’exercice de son pouvoir discrétionnaire d’adjudication des dépens visé au paragraphe 131 (1) de la *Loi sur les tribunaux judiciaires*, examiner si le recours collectif était une cause type, soulevait un nouveau point de droit ou posait une question d’intérêt public.

On n’a pas établi que la présente affaire est une « cause type » dans le sens classique d’une cause sélectionnée pour résoudre une question de droit applicable à d’autres litiges en cours ou présagés. Les appelants n’ont pas soulevé non plus un « nouveau point de droit ». Comme nous l’avons vu, il est essentiellement question en l’espèce d’un différend d’actionnaires portant sur une somme d’argent

63

64

65

particular legislative provisions. This is the usual fodder of commercial litigation (see generally *Gariepy v. Shell Oil Co.* (2002), 23 C.P.C. (5th) 393 (Ont. S.C.J.), aff'd [2004] O.J. No. 5309 (QL) (Div. Ct.), at para. 8; *Moyes v. Fortune Financial Corp.* (2002), 61 O.R. (3d) 770 (S.C.J.), at paras. 4-5).

considérable et nécessitant l'application de principes bien établis d'interprétation législative à des dispositions précises. Tel est le scénario de la plupart des litiges commerciaux (voir, de façon générale, *Gariepy c. Shell Oil Co.* (2002), 23 C.P.C. (5th) 393 (C.S.J. Ont.), conf. par [2004] O.J. No. 5309 (QL) (C. div.), par. 8; *Moyes c. Fortune Financial Corp.* (2002), 61 O.R. (3d) 770 (C.S.J.), par. 4-5).

66 While counsel for the appellants have put before the Court exhaustive research into the U.S. jurisprudence on different variants of statutory language, and have said what could be said on their clients' behalf, the proper interpretation of s. 130(1) of the Ontario Act has from the outset been the time bomb ticking under their case. The respondents attempted to have this issue determined in their favour on a motion for summary judgment heard in December 2000 but were unsuccessful. The result was a very expensive piece of shareholder litigation, but there is no magic in the form of a class action proceeding that should in this case deprive the respondents of their costs. The language of s. 31(1) is permissive.

Bien que les avocats des appelants aient présenté à la Cour les résultats de recherches approfondies effectuées dans la jurisprudence américaine portant sur diverses variantes de dispositions législatives et qu'ils aient dit ce qui pouvait être dit au nom de leurs clients, l'interprétation correcte du par. 130(1) de la loi ontarienne constitue depuis le début la bombe à retardement qui risque de faire voler leur thèse en éclats. Les intimés ont tenté en vain de faire trancher la question en leur faveur au moyen d'une motion visant à obtenir un jugement sommaire qui a été entendue en décembre 2000. Il en est résulté un litige d'actionnaires très coûteux, mais il n'y a rien de magique dans la forme du recours collectif qui, en l'espèce, devrait priver les intimés de leurs dépens. Le libellé du 31(1) est de nature facultative.

67 The *Class Proceedings Act, 1992* uses the expression "matter of public interest" in s. 31(1) in the sense of a matter that involves "either issues of broad public importance or persons who are historically disadvantaged in society" (M. M. Orkin, *The Law of Costs* (2nd ed. (loose-leaf)), vol. 1, at §208.2.1 (footnote omitted)). The appellants contend that the present case raises a matter of public interest, indeed they say that this may well be "the first Canadian case to consider statutory prospectus misrepresentation" (Supp. A.F., at para. 1). However, this is a dispute where private commercial interests predominated.

Le paragraphe 31(1) de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs* utilise l'expression « question d'intérêt public » dans le sens d'une affaire mettant en cause [TRADUCTION] « soit des questions de grande importance pour le public, soit des personnes historiquement défavorisées dans la société » (M. M. Orkin, *The Law of Costs* (2^e éd. (feuilles mobiles)), vol. 1, § 208.2.1 (note en bas de page omise)). Les appelants soutiennent que la présente affaire soulève une question d'intérêt public : en fait, ils disent qu'il peut bien s'agir [TRADUCTION] « du premier litige canadien portant sur la présentation inexacte des faits dans un prospectus au sens de la loi » (m.a. suppl., par. 1). Toutefois, il s'agit d'un différend où il a été avant tout question d'intérêts commerciaux privés.

68 We are certainly not dealing with people on either side who are historically disadvantaged. Nor, as the Court of Appeal noted, "is it a contest characterized by significant power imbalance"

Nous ne sommes sûrement pas en présence ici de parties qui sont historiquement défavorisées. Il ne s'agit pas non plus, comme l'a souligné la Cour d'appel, [TRADUCTION] « d'un différend caractérisé

((2006), 20 B.L.R. (4th) 1, at para. 6). Though many Canadians are investors and the resolution of the present dispute will affect future actions for prospectus misrepresentation, the Court of Appeal rightly concluded that this is, in essence, “a commercial dispute between sophisticated commercial actors who are well resourced” (para. 6). If anything, converting an ordinary piece of commercial litigation into a class proceeding may be seen by some observers simply as an *in terrorem* strategy to try to force a settlement. Be that as it may, Mr. Durst was well aware that as a representative plaintiff he ran the risk of being held solely responsible for the defendants’ costs if the action failed. He gambled on his interpretation of s. 130(1) and lost.

Nor do general concerns about access to justice warrant a departure from the usual cost consequences in this case. While I agree with counsel for the appellants that “[a]n award of costs that exceeds or outweighs the potential benefits of litigation raises access to justice issues” (Supp. A.F., at para. 39), it should not be assumed that class proceedings invariably engage access to justice concerns to an extent sufficient to justify withholding costs from the successful party. I agree with the observation of Nordheimer J. in *Gariepy* that caution must be exercised not to stereotype class proceedings. “[T]he David against Goliath scenario” he writes, “does not necessarily represent an accurate portrayal of the real conflict” (para. 6). Class actions have become a staple of shareholder litigation. The Court of Appeal took the view that this case is a piece of Bay Street litigation that was well run and well financed on both sides. Success would have reaped substantial rewards for the representative plaintiff and his counsel. He put the representative respondents to enormous expense and I see no error in principle that would justify our intervention in the discretionary costs order made against him by the Court of Appeal.

par une inégalité importante du rapport de force » ((2006), 20 B.L.R. (4th) 1, par. 6). Même si de nombreux Canadiens sont des investisseurs et que le règlement du présent litige aura une incidence sur les futures actions pour présentation inexacte des faits dans un prospectus, la Cour d’appel a eu raison de conclure qu’il s’agit essentiellement d’un [TRADUCTION] « différend commercial opposant des acteurs commerciaux avertis et bien nantis » (para. 6). À vrai dire, transformer un litige commercial ordinaire en un recours collectif peut être perçu par certains observateurs comme une stratégie *in terrorem* destinée à forcer un règlement. Quoi qu’il en soit, M. Durst savait très bien qu’à titre de représentant des demandeurs il risquait d’être tenu seul responsable des dépens des défendeurs si le recours échouait. Il a misé sur son interprétation du par. 130(1) et il a perdu.

De plus, aucune préoccupation générale concernant l’accès à la justice ne justifie en l’espèce d’échapper aux conséquences habituelles en matière de dépens. Bien que je convienne avec les avocats des appelants que [TRADUCTION] « [l]’attribution de dépens qui excèdent les effets bénéfiques potentiels du litige soulève des questions d’accès à la justice » (m.a. suppl., par. 39), on ne devrait pas présumer qu’un recours collectif suscite toujours suffisamment de préoccupations d’accès à la justice pour justifier de ne pas accorder de dépens à la partie qui obtient gain de cause. Je souscris à la remarque du juge Nordheimer dans la décision *Gariepy*, selon laquelle il faut se garder de stéréotyper les recours collectifs. [TRADUCTION] « [L]e scénario de David contre Goliath », écrit-il, « ne constitue pas nécessairement une représentation fidèle du conflit réel » (par. 6). Les recours collectifs occupent désormais une place importante dans les litiges d’actionnaires. La Cour d’appel a jugé que la présente affaire constitue un litige boursier (Bay Street) qui a été bien géré et bien financé de part et d’autre. Le représentant des demandeurs et son avocat auraient récolté gros s’ils avaient eu gain de cause. Il a obligé les intimés à engager de grosses dépenses, et je ne vois aucune erreur de principe qui puisse justifier notre Cour à modifier l’ordonnance discrétionnaire relative aux dépens que la Cour d’appel a rendue contre lui.

70 By the time it reached this Court, the case had narrowed to a half-day argument about statutory interpretation. The legal issue is important, as is required for leave to be granted under s. 40 of the *Supreme Court Act*, R.S.C. 1985, c. S-26, but the circumstances already discussed do not justify our Court in departing from the usual rule that costs follow the result.

71 In the Court of Appeal, the costs were awarded only against the then respondent Durst. In this Court, the respondents claim costs only against the appellant Durst. It appears from the material before us that the appellants Douglas Kerr and S. Grace Kerr took no active role in the appeal to this Court. Yet, the appellants' supplementary factum speaks of costs for or against "the appellants" (plural) (para. 8). On this record, costs should be awarded against the respondent Durst only, with leave to Durst, if he contends that the costs order should go against the Kerrs as well, to apply in writing to the Court for a variation of the costs order to include the Kerrs within 30 days from the date of this judgment.

VIII. Disposition

72 For the foregoing reasons, I would dismiss the appeal with costs against the appellant Durst with leave to Durst to apply to extend the costs order to include the appellants Douglas Kerr and S. Grace Kerr within 30 days of this date.

APPENDIX

Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5 (all provisions as they were in 1998)

1.—(1) In this Act,

Au moment où l'affaire est parvenue devant notre Cour, les procédures n'ont consisté qu'en une demi-journée de plaidoirie sur l'interprétation législative. La question de droit est importante, comme ce doit être le cas pour que l'autorisation d'appel soit accordée en vertu de l'art. 40 de la *Loi sur la Cour suprême*, L.R.C. 1985, ch. S-26, mais les circonstances analysées plus haut ne justifient pas que notre Cour déroge à la règle habituelle voulant que les dépens suivent l'issue de la cause.

La Cour d'appel a condamné aux dépens M. Durst seulement, qui était alors intimé. Devant notre Cour, les intimés demandent que seul l'appelant Durst soit condamné aux dépens. Il ressort des documents qui nous ont été soumis que les appelants Douglas Kerr et S. Grace Kerr n'ont pas participé activement au pourvoi devant notre Cour. Pourtant, dans le mémoire supplémentaire des appelants, on parle d'attribution de dépens aux « appelants » (au pluriel) ou de condamnation de ceux-ci aux dépens (par. 8). À la lumière du présent dossier, il y a lieu de condamner aux dépens l'intimé Durst seulement, en autorisant ce dernier à demander par écrit à la Cour de modifier l'ordonnance relative aux dépens dans les 30 jours suivant la date du présent jugement, s'il estime que les Kerr devraient eux aussi être condamnés aux dépens.

VIII. Dispositif

Pour les motifs qui précèdent, je suis d'avis de rejeter le pourvoi avec dépens contre l'appelant Durst, et d'autoriser ce dernier à demander, dans les 30 jours suivant la date du présent jugement, d'élargir la portée de l'ordonnance relative aux dépens pour qu'elle s'applique également aux appelants Douglas Kerr et S. Grace Kerr.

ANNEXE

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5 (dispositions en vigueur en 1998)

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

“material change”, where used in relation to the affairs of an issuer, means 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 and includes a decision to implement such a change made by the board of directors of the issuer or by senior management of the issuer who believe that confirmation of the decision by the board of directors is probable;

« changement important » Dans le contexte des affaires d’un émetteur, s’entend d’un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital, s’il est raisonnable de s’attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. La présente définition inclut la décision d’effectuer un tel changement, prise par le conseil d’administration de l’émetteur ou par la direction générale de l’émetteur, si celle-ci estime que cette décision sera probablement approuvée par le conseil d’administration.

. . .

“material fact”, where used in relation to securities issued or proposed to be issued, means a fact that significantly affects, or would reasonably be expected to have a significant effect on, the market price or value of such securities;

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

. . .

“misrepresentation” means,

« présentation inexacte des faits » S’entend, selon le cas :

- (a) an untrue statement of material fact, or
- (b) an omission to state a material fact that is required to be stated or that is necessary to make a statement not misleading in the light of the circumstances in which it was made;

- a) d’une déclaration erronée au sujet d’un fait important,
- b) de l’omission de relater un fait important dont la déclaration est requise ou nécessaire pour que la déclaration ne soit pas trompeuse, eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite.

. . .

. . .

56.—(1) A prospectus shall provide full, true and plain disclosure of all material facts relating to the securities issued or proposed to be distributed and shall comply with the requirements of Ontario securities law.

56 (1) Un prospectus doit divulguer complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents se rapportant aux valeurs mobilières qui ont été émises ou dont le placement est envisagé et être conforme aux exigences du droit ontarien des valeurs mobilières.

57.—(1) Subject to subsection (2), where a material adverse change occurs after a receipt is obtained for a preliminary prospectus filed in accordance with subsection 53 (1) and before the receipt for the prospectus is obtained or, where a material change occurs after the receipt for the prospectus is obtained but prior to the completion of the distribution under such prospectus, an amendment to such preliminary prospectus or prospectus, as the case may be, shall be filed as soon as

57 (1) Sous réserve du paragraphe (2), si un changement important, pouvant avoir des conséquences défavorables, survient après que le directeur a accusé réception d’un prospectus provisoire déposé aux termes du paragraphe 53 (1) mais avant qu’il ait accusé réception du prospectus ou, si un changement important survient après que le directeur a accusé réception du prospectus mais avant que le placement visé par ce prospectus soit effectué, une modification à ce **prospectus provisoire** ou

practicable and in any event within ten days after the change occurs.

58.—(1) Subject to subsection (3) of this section and subsection 63 (2), a prospectus filed under subsection 53 (1) or subsection 62 (1) shall contain a certificate in the following form, signed by the chief executive officer, the chief financial officer, and, on behalf of the board of directors, any two directors of the issuer, other than the foregoing, duly authorized to sign, and any person or company who is a promoter of the issuer:

The foregoing constitutes full, true and plain disclosure of all material facts relating to the securities offered by this prospectus as required by Part XV of the Securities Act and the regulations thereunder.

130.—(1) Where a prospectus together with any amendment to the prospectus contains a misrepresentation, a purchaser who purchases a security offered thereby during the period of distribution or distribution to the public shall be deemed to have relied on such misrepresentation if it was a misrepresentation at the time of purchase and has a right of action for damages against,

- (a) the issuer or a selling security holder on whose behalf the distribution is made;
- (b) each underwriter of the securities who is required to sign the certificate required by section 59;
- (c) every director of the issuer at the time the prospectus or the amendment to the prospectus was filed;
- (d) every person or company whose consent has been filed pursuant to a requirement of the regulations but only with respect to reports, opinions or statements that have been made by them; and
- (e) every person or company who signed the prospectus or the amendment to the prospectus

à ce prospectus, selon le cas, doit être déposée le plus tôt possible et, dans tous les cas, dans les dix jours suivant la date du changement intervenu.

58 (1) Sous réserve du paragraphe (3) du présent article et du paragraphe 63 (2), un prospectus déposé aux termes du paragraphe 53 (1) ou du paragraphe 62 (1) doit comprendre une attestation rédigée selon la formule suivante et signée par le directeur général, le directeur des services financiers et, au nom du conseil d'administration, par deux administrateurs de l'émetteur, à l'exclusion des deux personnes précitées, dûment autorisés à signer, ainsi que par toute personne ou compagnie qui est un promoteur de l'émetteur :

Le texte qui figure ci-dessus constitue un exposé complet, fidèle et clair de tous les faits importants se rapportant aux valeurs mobilières offertes par ce prospectus, comme l'exigent la partie XV de la Loi sur les valeurs mobilières et les règlements pris en application de celle-ci.

130 (1) En cas de présentation inexacte des faits dans un prospectus et ses modifications, l'acheteur qui achète des valeurs mobilières offertes par ce prospectus au cours de la période de placement ou de placement dans le public est réputé s'être fié à cette présentation inexacte des faits si celle-ci constituait une présentation inexacte des faits au moment de l'achat et il peut intenter une action en dommages-intérêts contre les personnes suivantes :

- a) l'émetteur ou le détenteur qui a vendu les valeurs mobilières et au nom de qui le placement est effectué;
- b) chaque souscripteur à forfait des valeurs mobilières tenu de signer l'attestation prévue à l'article 59;
- c) les administrateurs de l'émetteur en poste à la date du dépôt du prospectus ou de ses modifications;
- d) les personnes ou les compagnies qui ont déposé le consentement exigé par les règlements, mais uniquement à l'égard de leurs rapports, opinions ou déclarations;
- e) les personnes ou les compagnies qui ont signé le prospectus ou ses modifications, autres que

other than the persons or companies included in clauses (a) to (d),

or, where the purchaser purchased the security from a person or company referred to in clause (a) or (b) or from another underwriter of the securities, the purchaser may elect to exercise a right of rescission against such person, company or underwriter, in which case the purchaser shall have no right of action for damages against such person, company or underwriter.

(2) No person or company is liable under subsection (1) if he, she or it proves that the purchaser purchased the securities with knowledge of the misrepresentation.

. . .

(5) No person or company, other than the issuer or selling security holder, is liable under subsection (1) with respect to any part of the prospectus or the amendment to the prospectus not purporting to be made on the authority of an expert and not purporting to be a copy of or an extract from a report, opinion or statement of an expert unless he, she or it,

- (a) failed to conduct such reasonable investigation as to provide reasonable grounds for a belief that there had been no misrepresentation; or
- (b) believed there had been a misrepresentation.

. . .

(7) In an action for damages pursuant to subsection (1), the defendant is not liable for all or any portion of such damages that the defendant proves do not represent the depreciation in value of the security as a result of the misrepresentation relied upon.

. . .

(9) In no case shall the amount recoverable under this section exceed the price at which the securities were offered to the public.

(10) The right of action for rescission or damages conferred by this section is in addition to and without derogation from any other right the purchaser may have at law.

les personnes ou les compagnies visées aux alinéas a) à d).

L'acheteur qui a acheté les valeurs mobilières à une personne ou une compagnie visée à l'alinéa a) ou b) ou à un autre souscripteur à forfait des valeurs mobilières peut choisir d'exercer un recours en annulation de la vente contre cette personne, cette compagnie ou ce souscripteur à forfait, auquel cas il n'a aucun recours en dommages-intérêts contre ceux-ci.

(2) Aucune personne ou compagnie n'est responsable en vertu du paragraphe (1) si elle prouve que l'acheteur a acheté les valeurs mobilières en ayant connaissance de la déclaration inexacte.

. . .

(5) Une personne ou une compagnie, à l'exclusion de l'émetteur ou du détenteur qui a vendu les valeurs mobilières, n'est responsable en vertu du paragraphe (1) à l'égard d'une partie du prospectus ou de sa modification qui n'est pas présentée comme étant préparée par un expert ni comme étant une copie ou un extrait d'un rapport, d'une opinion ou d'une déclaration d'un expert que dans les cas suivants :

- a) elle n'a pas effectué une enquête suffisante pour lui fournir des motifs raisonnables de croire qu'il n'y avait pas de présentation inexacte des faits;
- b) elle croyait qu'il y avait une déclaration inexacte.

. . .

(7) Dans une action en dommages-intérêts intentée en vertu du paragraphe (1), le défendeur n'est pas responsable de la totalité ou d'une partie des dommages-intérêts s'il prouve que la somme en question ne correspond pas à la diminution de la valeur des valeurs mobilières attribuable à la présentation inexacte des faits.

. . .

(9) Le montant recouvrable en vertu du présent article ne doit pas dépasser le prix auquel les valeurs mobilières ont été offertes au public.

(10) Les recours en annulation ou en dommages-intérêts prévus au présent article ne portent pas atteinte aux autres droits de l'acheteur, mais s'y ajoutent.

Class Proceedings Act, 1992, S.O. 1992, c. 6

31.—(1) In exercising its discretion with respect to costs under subsection 131 (1) of the *Courts of Justice Act*, the court may consider whether the class proceeding was a test case, raised a novel point of law or involved a matter of public interest.

(2) Class members, other than the representative party, are not liable for costs except with respect to the determination of their own individual claims.

Appeal dismissed with costs.

Solicitors for the appellants: Lerners, Toronto.

Solicitors for the respondent Danier Leather Inc.: Lenczner Slaght Royce Smith Griffin, Toronto.

Solicitors for the respondents Jeffrey Wortsman and Bryan Tatoff: Goodmans, Toronto.

Solicitor for the intervener: Ontario Securities Commission, Toronto.

Loi de 1992 sur les recours collectifs, L.O. 1992, ch. 6

31 (1) Le tribunal peut, dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire d'adjudication des dépens visé au paragraphe 131 (1) de la *Loi sur les tribunaux judiciaires*, examiner si le recours collectif était une cause type, soulevait un nouveau point de droit ou posait une question d'intérêt public.

(2) Les membres du groupe, à l'exception du représentant, ne sont pas redevables des dépens, sauf à l'égard des demandes individuelles.

Pourvoi rejeté avec dépens.

Procureurs des appelants : Lerners, Toronto.

Procureurs de l'intimée Danier Leather Inc. : Lenczner Slaght Royce Smith Griffin, Toronto.

Procureurs des intimés Jeffrey Wortsman et Bryan Tatoff : Goodmans, Toronto.

Procureur de l'intervenante : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Toronto.