

**Committee for the Equal Treatment of
Asbestos Minority Shareholders** *Appellant*

v.

**Her Majesty in Right of Quebec, Ontario
Securities Commission and Société nationale
de l'amiante** *Respondents*

INDEXED AS: COMMITTEE FOR THE EQUAL TREATMENT OF
ASBESTOS MINORITY SHAREHOLDERS v. ONTARIO
(SECURITIES COMMISSION)

Neutral citation: 2001 SCC 37.

File No.: 27252.

2000: December 15; 2001: June 7.

Present: McLachlin C.J. and L'Heureux-Dubé,
Gonthier, Iacobucci, Major, Bastarache and Arbour JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
ONTARIO

Securities — Ontario Securities Commission — Public interest jurisdiction — Nature and scope of Commission's public interest jurisdiction to intervene in activities related to Ontario capital markets — Whether Commission's decision not to exercise its public interest jurisdiction in this case reasonable — Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5, s. 127(1), para. 3.

Administrative law — Judicial review — Securities commissions — Standard of review — Standard of review for Ontario Securities Commission's decisions involving application of its public interest jurisdiction.

In 1977, the Quebec Government decided to take control of Asbestos Corp., a leading asbestos producer in the province. The common shares of Asbestos traded on the Toronto Stock Exchange and the Montreal Stock Exchange. Approximately 30 percent of the Asbestos common shares were held by minority shareholders resident in Ontario while GD Canada, a subsidiary of an American company, held the controlling interest. As a vehicle to take control of Asbestos, Quebec incorporated the Société nationale de l'amiante (SNA), a Crown

**Comité pour le traitement égal des
actionnaires minoritaires de la Société
Asbestos Ltée** *Appelant*

c.

**Sa Majesté du chef du Québec, la
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario et la Société nationale de
l'amiante** *Intimées*

RÉPERTORIÉ : COMITÉ POUR LE TRAITEMENT ÉGAL DES
ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE LA SOCIÉTÉ ASBESTOS
LTÉE c. ONTARIO (COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES)

Référence neutre : 2001 CSC 37.

N° du greffe : 27252.

2000 : 15 décembre; 2001 : 7 juin.

Présents : Le juge en chef McLachlin et les juges
L'Heureux-Dubé, Gonthier, Iacobucci, Major,
Bastarache et Arbour.

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

Valeurs mobilières — Commission des valeurs mobilières de l'Ontario — Compétence relative à l'intérêt public — Nature et portée de la compétence de la Commission pour intervenir en matière d'intérêt public dans les activités liées aux marchés financiers en Ontario — La décision de la Commission de ne pas exercer en l'espece sa compétence relative à l'intérêt public était-elle raisonnable? — Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5, art. 127(1), disposition 3.

Droit administratif — Contrôle judiciaire — Commissions des valeurs mobilières — Norme de contrôle — Norme de contrôle applicable aux décisions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario portant sur l'exercice de sa compétence relative à l'intérêt public.

En 1977, le gouvernement du Québec a décidé de prendre le contrôle d'Asbestos, un chef de file de la production d'amiante dans la province. Les actions ordinaires d'Asbestos étaient négociées à la Bourse de Toronto et à la Bourse de Montréal. Environ 30 pour 100 des actions ordinaires d'Asbestos étaient détenues par des actionnaires minoritaires résidant en Ontario, alors que le contrôle appartenait à GD Canada, filiale d'une société américaine. Le Québec a constitué la Société nationale de l'amiante (« SNA »), société d'État

corporation wholly owned by the province. In 1981, Quebec reached an agreement with the American company pursuant to which SNA would acquire voting control of GD Canada and, therefore, indirect control of Asbestos. Despite statements made in previous years by the Quebec Minister of Finance suggesting the prospect of a follow-up offer to the minority shareholders of Asbestos, Quebec announced that it did not intend to make such an offer. In response to that announcement, the shares of Asbestos fell to a four-year low. Five years later, SNA purchased the remaining common shares of GD Canada. The appellant sought redress pursuant to s. 127 of the Ontario *Securities Act* (then s. 124), specifically for an order removing Quebec's and SNA's trading exemptions. The OSC determined that the transaction was not a take-over bid and this finding was not appealed. Even though the OSC found that the actions of the Quebec Government and SNA were abusive of the minority shareholders of Asbestos and were manifestly unfair to them, the OSC declined to exercise its public interest jurisdiction under s. 127(1), para. 3, and take away Quebec's trading exemption in the Ontario capital markets. The Divisional Court set aside the decision, holding that the OSC had erred by imposing two jurisdictional prerequisites to its s. 127(1), para. 3 jurisdiction: a "transactional connection" with Ontario and a conscious motive to avoid the takeover laws in Ontario. The Court of Appeal reinstated the OSC's decision.

Held: The appeal should be dismissed.

Pursuant to s. 127(1) of the *Securities Act*, the OSC has the jurisdiction and a broad discretion to intervene in Ontario capital markets if it is in the public interest to do so. The permissive language of s. 127(1) expresses an intent to leave it to the OSC to determine whether and how to intervene in a particular case. However, the discretion to act in the public interest is not unlimited. In exercising its discretion, the OSC should consider the protection of investors and the efficiency of, and public confidence in, capital markets generally. In addition, s. 127(1) is a regulatory provision. The sanctions under the section are preventive in nature and prospective in orientation. Therefore, s. 127 cannot be used in response

possédée en propriété exclusive par Sa Majesté du chef du Québec, comme moyen de prendre le contrôle d'Asbestos. En 1981, le Québec et la société américaine ont conclu une entente prévoyant l'acquisition par la SNA du contrôle des voix de GD Canada et, par conséquent, du contrôle indirect d'Asbestos. Malgré les propos tenus par le ministre des Finances du Québec au cours des années précédentes au sujet de la présentation éventuelle d'une offre complémentaire aux actionnaires minoritaires d'Asbestos, le Québec a annoncé qu'il n'entendait pas faire une telle offre. Par suite de cette déclaration, les titres d'Asbestos sont tombés à leur niveau le plus bas en quatre ans. Cinq ans plus tard, la SNA a acheté les actions ordinaires restantes de GD Canada. L'appelant a demandé réparation sous le régime de l'art. 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (alors l'art. 124), particulièrement une ordonnance retirant au Québec et à la SNA les dispenses relatives aux opérations sur valeurs mobilières. La CVMO a conclu que l'opération ne constituait pas une offre d'achat visant à la mainmise, conclusion qui n'a pas été contestée en appel. Certes, la CVMO a conclu que les actes du gouvernement du Québec et de la SNA étaient abusifs envers les actionnaires minoritaires d'Asbestos et étaient manifestement injustes à leur égard, mais elle s'est abstenue d'exercer la compétence relative à l'intérêt public que lui confère la disposition 3 du par. 127(1) et de retirer au Québec les dispenses relatives aux opérations sur valeurs mobilières dont il bénéficie sur les marchés financiers de l'Ontario. La Cour divisionnaire a infirmé la décision, concluant que la CVMO avait commis une erreur en imposant deux conditions préalables à l'exercice de sa compétence sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1) : un « lien transactionnel » avec l'Ontario et une motivation consciente consistant à contourner le droit ontarien relatif aux offres d'achat visant à la mainmise. La Cour d'appel de l'Ontario a rétabli la décision de la CVMO.

Arrêt : Le pourvoi est rejeté.

Sous le régime du par. 127(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières*, la CVMO a la compétence et un large pouvoir discrétionnaire pour intervenir dans les marchés financiers en Ontario lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Le libellé facultatif du par. 127(1) exprime l'intention de laisser à la CVMO le soin d'apprécier l'opportunité et la manière d'intervenir dans une affaire particulière. Le pouvoir d'agir dans l'intérêt public n'est toutefois pas illimité. Lorsqu'elle est appelée à exercer son pouvoir discrétionnaire, la CVMO doit prendre en considération la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés financiers ainsi que la confiance du public en ceux-ci en général. De plus, le

to *Securities Act* misconduct alleged to have caused harm or damages to private parties or individuals.

The standard of review applicable in this case is one of reasonableness. The OSC is a specialized tribunal with a wide discretion to intervene in the public interest and the protection of the public interest is a matter falling within the core of the OSC's expertise. Therefore, although there is no privative clause shielding the decisions of the OSC from review by the courts, taking into consideration that body's relative expertise in the regulation of the capital markets, the purpose of the Act as a whole and s. 127(1) in particular, and the nature of the problem before the OSC, those factors all militate in favour of a high degree of curial deference. However, as there is a statutory right of appeal from the decision of the OSC to the courts, when this factor is considered with all the other factors, an intermediate standard of review is indicated.

The OSC did not commit a reviewable error. First, the OSC did exercise the discretion that is incidental to its public interest jurisdiction. The OSC did not consider a transactional connection with Ontario and an intention to avoid Ontario law to be jurisdictional barriers or preconditions to an order under s. 127(1), para. 3 of the Act. The OSC properly rejected the argument that its public interest jurisdiction was subject to an implicit precondition. In analyzing the appellant's application for a remedy under s. 127(1), para. 3, the OSC identified and considered several factors relevant to the exercise of its discretion under that provision. The transactional connection with Ontario and the motive behind the structure of the transaction were two of several factors considered.

Second, the OSC's decision not to grant a remedy to the aggrieved minority shareholders through the exercise of its jurisdiction to act in the public interest was reasonable. The OSC's decision was informed by the legitimate and relevant considerations inherent in s.127(1) and in the OSC's previous jurisprudence on public interest jurisdiction. These considerations include: (i) the seriousness and severity of the sanction

par. 127(1) est une disposition de nature réglementaire. Les sanctions qui y sont prévues sont de nature préventive et axées sur l'avenir. L'article 127 ne peut donc être invoqué par une partie privée ou un particulier pour une transgression de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui aurait causé un préjudice ou des dommages.

La norme de contrôle appropriée en l'espèce est celle du caractère raisonnable. La CVMO est un tribunal spécialisé ayant un vaste pouvoir discrétionnaire d'intervention dans l'intérêt public et la protection de l'intérêt public est une matière qui se situe dans le domaine d'expertise fondamental du tribunal. Par conséquent, même en l'absence d'une clause privative mettant les décisions de la CVMO à l'abri du contrôle judiciaire, l'expertise relative de cet organisme dans la réglementation des marchés financiers, l'objet de la Loi dans son ensemble et du par. 127(1) en particulier, et la nature du problème soumis à la CVMO penchent pour un degré de retenue judiciaire élevé. Il faut toutefois tenir compte d'un autre facteur, à savoir le fait que la Loi prévoit le droit d'interjeter appel de la décision de la CVMO devant les tribunaux; lorsque ce facteur est pris en considération avec tous les autres facteurs, c'est une norme de contrôle intermédiaire qui semble indiquée.

La CVMO n'a pas commis d'erreur donnant ouverture au contrôle judiciaire. Premièrement, elle a exercé le pouvoir discrétionnaire accessoire à sa compétence relative à l'intérêt public. Elle n'a pas considéré le lien transactionnel avec l'Ontario et l'intention d'échapper au droit de l'Ontario comme des entraves ou des conditions préalables juridictionnelles à la délivrance d'une ordonnance en vertu de la disposition 3 du par. 127(1) de la Loi. Elle a, à bon droit, rejeté l'argument selon lequel sa compétence relative à l'intérêt public était assujettie à une condition préalable implicite. Dans son analyse de la demande de réparation présentée par l'appelant sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1), la CVMO a identifié et examiné plusieurs facteurs pertinents relativement à l'exercice du pouvoir discrétionnaire que lui confère cette disposition. Le lien transactionnel avec l'Ontario et la motivation sous-tendant la structuration de l'opération constituaient deux des nombreux facteurs examinés.

Deuxièmement, le refus de la CVMO d'accorder réparation aux actionnaires minoritaires lésés en exerçant sa compétence pour agir dans l'intérêt public était raisonnable. Les motifs de la CVMO étaient inspirés par les considérations légitimes inhérentes au par. 127(1) et à la jurisprudence de la CVMO portant sur la compétence relative à l'intérêt public. Parmi ces considérations on compte : (i) la gravité et la rigueur de la sanction

applied for; (ii) the effect of imposing such a sanction on the efficiency of, and public confidence in, Ontario capital markets; (iii) a reluctance to use the open-ended nature of the public interest jurisdiction to police out-of-province activities; and (iv) a recognition that s. 127 powers are preventive in nature, not remedial. The OSC's findings of fact that the transaction in this case was not intentionally structured to avoid Ontario law and that the capital markets in general, and the minority shareholders of Asbestos in particular, were not materially misled by the statements of Quebec's Minister of Finance respecting the prospect of a follow-up offer were reasonable and supported by the evidence.

Cases Cited

Referred to: *Re Canadian Tire Corp.* (1987), 10 O.S.C.B. 857, aff'd (1987), 59 O.R. (2d) 79, leave to appeal to C.A. denied (1987), 35 B.L.R. xx; *Re H.E.R.O. Industries Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 3775; *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557; *Canada (Director of Investigation and Research) v. Southam Inc.*, [1997] 1 S.C.R. 748; *R. v. Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 S.C.R. 154; *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365; *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600; *U.E.S., Local 298 v. Bibeault*, [1988] 2 S.C.R. 1048; *Pushpanathan v. Canada (Minister of Citizenship and Immigration)*, [1998] 1 S.C.R. 982; *Trinity Western University v. British Columbia College of Teachers*, [2001] 1 S.C.R. 772, 2001 SCC 31; *Re Atco Ltd.* (1980), 15 O.S.C.B. 412; *Re Electra Investments (Canada) Ltd.* (1983), 6 O.S.C.B. 417; *Re Turbo Resources Ltd.* (1982), 4 O.S.C.B. 403C; *Re Genstar Corp.* (1982), 4 O.S.C.B. 326C; *Global Securities Corp. v. British Columbia (Securities Commission)*, [2000] 1 S.C.R. 494, 2000 SCC 21.

Statutes and Regulations Cited

Securities Act, R.S.O. 1980, c. 466, s. 124(1).
Securities Act, R.S.O. 1990, c. S.5, ss. 1.1 [ad. 1994, c. 33, s. 2], 2.1, para. 5 [*idem*], 122 [rep. & sub. 1994, c. 11, s. 373], 127 [*idem*, s. 375], 128 [*idem*], Part XXIII.

demandée, (ii) l'effet qu'aurait l'application d'une telle sanction sur l'efficacité des marchés financiers en Ontario ainsi que sur la confiance du public en ceux-ci, (iii) une réticence à invoquer la nature indéterminée de la compétence relative à l'intérêt public pour régler des activités qui se déroulent hors de la province et (iv) la reconnaissance du fait que les pouvoirs conférés par l'art. 127 sont de nature préventive et non réparatrice. Les conclusions de fait tirées par la CVMO, à savoir que l'opération en cause n'avait pas été structurée intentionnellement de façon à contourner le droit ontarien et que les marchés financiers en général et les actionnaires minoritaires d'Asbestos en particulier n'avaient pas été sensiblement induits en erreur par les déclarations du ministre des Finances du Québec au sujet de la présentation éventuelle d'une offre complémentaire, étaient raisonnables et étayées par la preuve.

Jurisprudence

Arrêts mentionnés : *Re Canadian Tire Corp.* (1987), 10 O.S.C.B. 857, conf. par (1987), 59 O.R. (2d) 79, autorisation de pourvoi à la C.A. refusée (1987), 35 B.L.R. xx; *Re H.E.R.O. Industries Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 3775; *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557; *Canada (Directeur des enquêtes et recherches) c. Southam Inc.*, [1997] 1 R.C.S. 748; *R. c. Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 R.C.S. 154; *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365; *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600; *U.E.S., Local 298 c. Bibeault*, [1988] 2 R.C.S. 1048; *Pushpanathan c. Canada (Ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration)*, [1998] 1 R.C.S. 982; *Université Trinity Western c. British Columbia College of Teachers*, [2001] 1 R.C.S. 772, 2001 CSC 31; *Re Atco Ltd.* (1980), 15 O.S.C.B. 412; *Re Electra Investments (Canada) Ltd.* (1983), 6 O.S.C.B. 417; *Re Turbo Resources Ltd.* (1982), 4 O.S.C.B. 403C; *Re Genstar Corp.* (1982), 4 O.S.C.B. 326C; *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, 2000 CSC 21.

Lois et règlements cités

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5, art. 1.1 [aj. 1994, ch. 33, art. 2], 2.1, par. 5 [*idem*], 122 [abr. & rempl. 1994, ch. 11, art. 373], 127 [*idem*, art. 375], 128 [*idem*], partie XXIII.
Securities Act, R.S.O. 1980, ch. 466, art. 124(1).

Authors Cited

Johnston, David, and Kathleen Doyle Rockwell. *Canadian Securities Regulation*, 2nd ed. Markham, Ont.: Butterworths, 1998.

APPEAL from a judgment of the Ontario Court of Appeal (1999), 43 O.R. (3d) 257, 169 D.L.R. (4th) 612, 117 O.A.C. 224, [1999] O.J. No. 388 (QL), setting aside a decision of the Divisional Court (1997), 33 O.R. (3d) 651, 146 D.L.R. (4th) 721, 100 O.A.C. 46, 46 Admin. L.R. (2d) 128, 34 B.L.R. (2d) 103, 13 C.C.L.S. 50, [1997] O.J. No. 1872 (QL). Appeal dismissed.

David W. Scott, Q.C., Barry H. Bresner and Ira Nishisato, for the appellant.

Sheila R. Block, James C. Tory, Michel Jolin and Claude G. Rioux, for the respondent Her Majesty in Right of Quebec.

Tim Moseley, for the respondent Ontario Securities Commission.

Glenn F. Leslie and Matthew J. Halpin, for the respondent Société nationale de l'amiante.

The judgment of the Court was delivered by

1

IACOBUCCI J. — This appeal arises out of a series of transactions in the course of which Société nationale de l'amiante (“SNA”), a crown corporation wholly owned by Her Majesty in right of Quebec (the “Quebec Government” or “Quebec”), acquired effective control of the federally incorporated, Asbestos Corporation Limited (“Asbestos”). The acquisition of control of Asbestos by SNA was achieved without a follow-up offer to the minority shareholders of Asbestos. Subsequent to SNA taking control, the market value of Asbestos shares fell. A group of the minority shareholders of Asbestos formed an unincorporated association to represent the interests of all the minority shareholders. That association, called the Committee for the Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders, sought redress pursuant to s. 127 of the Ontario *Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S.5 (the “Act”) (formerly R.S.O.

Doctrine citée

Johnston, David, and Kathleen Doyle Rockwell. *Canadian Securities Regulation*, 2nd ed. Markham, Ont. : Butterworths, 1998.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel de l'Ontario (1999), 43 O.R. (3d) 257, 169 D.L.R. (4th) 612, 117 O.A.C. 224, [1999] O.J. No. 388 (QL), qui a infirmé un jugement de la Cour divisionnaire (1997), 33 O.R. (3d) 651, 146 D.L.R. (4th) 721, 100 O.A.C. 46, 46 Admin. L.R. (2d) 128, 34 B.L.R. (2d) 103, 13 C.C.L.S. 50, [1997] O.J. No. 1872 (QL). Pourvoi rejeté.

David W. Scott, c.r., Barry H. Bresner et Ira Nishisato, pour l'appelant.

Sheila R. Block, James C. Tory, Michel Jolin et Claude G. Rioux, pour l'intimée Sa Majesté du chef du Québec.

Tim Moseley, pour l'intimée la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Glenn F. Leslie et Matthew J. Halpin, pour l'intimée la Société nationale de l'amiante.

Version française du jugement de la Cour rendu par

LE JUGE IACOBUCCI — Le présent pourvoi découle d'une série d'opérations au cours desquelles la Société nationale de l'amiante (« SNA »), société d'État possédée en propriété exclusive par Sa Majesté du chef du Québec (le « gouvernement du Québec » ou le « Québec »), a acquis le contrôle effectif d'Asbestos Corporation Limited (« Asbestos »), société constituée en vertu d'une loi fédérale. L'acquisition du contrôle d'Asbestos par la SNA s'est faite sans la présentation d'une offre complémentaire aux actionnaires minoritaires d'Asbestos. Après la prise de contrôle par la SNA, la valeur des titres d'Asbestos a chuté. Un groupe d'actionnaires minoritaires d'Asbestos s'est formé en association non constituée en personne morale pour représenter les intérêts de tous les actionnaires minoritaires. Cette association, appelée le Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos

1980, c. 466, s. 124). Specifically, the association sought an order under s. 127(1), para. 3, removing the trading exemptions of SNA and/or the province of Quebec.

The basic question raised by this appeal is whether the Court should intervene in the refusal of the Ontario Securities Commission (“OSC”) to grant a remedy to the aggrieved minority shareholders through the exercise of its jurisdiction to act in the public interest under s. 127(1) of the Act.

I. Facts

There do not appear to be any substantive factual issues in dispute on this appeal. A comprehensive review of the background to this case, the agreed upon facts, the details of the transactions at issue, and the other evidence before the OSC is available in the reasons of the Commission in *Re Asbestos Corp.* (1994), 17 O.S.C.B. 3537. The following is intended to be a synopsis only of the salient factual matters in this appeal.

In the fall of 1977, the province of Quebec was the largest asbestos producer in the Western world, accounting for perhaps 29 percent of annual world asbestos production. However, it had virtually no secondary asbestos industry in that approximately 95 percent of the raw product was shipped elsewhere for manufacture.

During that same time period, Quebec’s newly elected Parti québécois Government pursued a policy of creating an asbestos manufacturing industry in Quebec to complement the asbestos mining industry. To accomplish its objective, the Quebec Government decided to take control of Asbestos, a leading asbestos producer in the province.

Ltée, a demandé réparation sous le régime de l’art. 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l’Ontario, L.R.O. 1990, ch. S.5 (la « Loi ») (auparavant R.S.O. 1980, ch. 466, art. 124). Plus particulièrement, l’association a demandé que soit rendue, sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1), une ordonnance retirant à la SNA et/ou au Québec les dispenses relatives aux opérations sur valeurs mobilières.

La question fondamentale soulevée dans le pourvoi est celle de savoir si la Cour devrait intervenir à l’égard du refus de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario (« CVMO ») d’accorder réparation aux actionnaires minoritaires lésés en exerçant sa compétence pour agir dans l’intérêt public en vertu du par. 127(1) de la Loi.

I. Les faits

Il ne semble y avoir aucune question de fait substantielle en litige dans le pourvoi. Un examen complet du contexte de la présente espèce, des faits convenus par les parties, des détails des opérations en cause et des autres éléments de preuve produits devant la CVMO figure dans les motifs de la CVMO dans *Re Asbestos Corp.* (1994), 17 O.S.C.B. 3537. Les paragraphes qui suivent visent à présenter seulement un bref exposé des faits saillants du pourvoi.

À l’automne de 1977, la province de Québec était le plus gros producteur d’amiante en occident, fournissant près de 29 pour 100 de la production mondiale annuelle d’amiante. Elle ne possédait toutefois pratiquement pas d’industrie secondaire de l’amiante, environ 95 pour 100 du produit brut étant exporté ailleurs pour y être transformé.

À l’époque, le gouvernement du Québec, composé du Parti québécois nouvellement élu, menait une politique de création d’un secteur industriel de l’amiante au Québec, qui serait complémentaire au secteur d’extraction de l’amiante. À cette fin, le gouvernement du Québec a décidé de prendre le contrôle d’Asbestos, un chef de file de la production d’amiante dans la province.

2

3

4

5

6 The common shares of Asbestos traded on the Toronto Stock Exchange and the Montreal Stock Exchange. Approximately 30 percent of the Asbestos common shares were held by minority shareholders resident in Ontario. General Dynamics Corporation (Canada) Limited (“GD Canada”) held the controlling interest of 54.6 percent of the common shares of Asbestos. However, ultimate control of Asbestos resided in GD Canada’s parent company, General Dynamics Corporation (“GD U.S.”), a Delaware corporation with its head office in Missouri. GD Canada was a wholly owned subsidiary of GD U.S.

Les actions ordinaires d’Asbestos étaient négociées à la Bourse de Toronto et à la Bourse de Montréal. Environ 30 pour 100 des actions ordinaires d’Asbestos étaient détenues par des actionnaires minoritaires résidant en Ontario. General Dynamics Corporation (Canada) Limited (« GD Canada ») détenait une participation majoritaire de 54,6 pour 100 des actions ordinaires d’Asbestos. Toutefois, le contrôle d’Asbestos appartenait en bout de ligne à la société mère de GD Canada, General Dynamics Corporation (« GD U.S. »), une société du Delaware ayant son siège social au Missouri. GD Canada était une filiale en propriété exclusive de GD U.S.

7 On October 22, 1977, Premier Lévesque announced the Quebec Government’s intention to take control of Asbestos. He was quoted in the press as saying that other shareholders would be “uncomfortable” if they were minority shareholders while the Government held control as the Quebec Government must take positions and achieve objectives that are not always those of ordinary shareholders. At the same time, the press quoted Quebec’s Finance Minister, Mr. Parizeau, as saying, “we will in any case make a bid for all public shares” and that a public offer for Asbestos Corp. shares would be at “an equivalent price” to that paid for the General Dynamics block.

Le 22 octobre 1977, le premier ministre Lévesque a annoncé l’intention du gouvernement du Québec de prendre le contrôle d’Asbestos. Selon ses propos rapportés dans la presse, les autres actionnaires ne seraient [TRADUCTION] « pas à l’aise » s’ils étaient des actionnaires minoritaires, alors que le gouvernement détiendrait le contrôle, car le gouvernement du Québec doit prendre des positions et atteindre des objectifs qui ne correspondent pas toujours à ceux des actionnaires ordinaires. À la même époque, le ministre des Finances du Québec, M. Parizeau, a tenu les propos suivants, rapportés par les médias : [TRADUCTION] « nous allons de toute façon présenter une offre visant toutes les actions publiques » et une offre publique d’achat des actions d’Asbestos Corp. serait à [TRADUCTION] « un prix équivalent » à celui qui sera payé pour le bloc de General Dynamics.

8 In May 1978, Quebec incorporated the SNA as a vehicle to take control of Asbestos. All of SNA’s shares were allotted to Quebec’s Minister of Finance.

En mai 1978, le Québec a constitué la SNA comme moyen de prendre le contrôle d’Asbestos. Toutes les actions de la SNA ont été attribuées au ministre des Finances du Québec.

9 In September 1979, SNA made its first bid to acquire control of Asbestos. SNA offered to purchase all of GD Canada’s shares in Asbestos for \$42 per share. The offer stated that, once it acquired the shares held by GD Canada, the Quebec Government would offer to purchase the remaining Asbestos shares at the same price. This offer was rejected by GD U.S., as parent of GD Canada. Their valuation came in at \$99 per share.

En septembre 1979, la SNA a présenté sa première offre en vue d’acquérir le contrôle d’Asbestos. La SNA a offert d’acheter toutes les actions d’Asbestos détenues par GD Canada au prix de 42 \$ l’action. L’offre précisait que, dès qu’il aurait acquis les actions détenues par GD Canada, le gouvernement du Québec offrirait d’acheter le reste des actions d’Asbestos au même prix. Cette offre a été rejetée par GD U.S. en sa

The difference in share price arose from the parties' projections for the future asbestos market.

In June 1979, SNA's incorporating statute was amended to permit Quebec to expropriate the assets of Asbestos. However, in the debates concerning this amendment, both Premier Lévesque and Finance Minister Parizeau emphasized their preference to acquire control of Asbestos by agreement with GD U.S. and their intention to expropriate only if negotiations failed.

Negotiations ceased while Asbestos challenged the constitutionality of the legislation permitting Quebec to expropriate its assets. In the spring of 1981, the Quebec Court of Appeal rejected the constitutional challenge ([1981] C.A. 43, aff'g [1980] C.S. 331) and this Court denied leave to appeal, [1981] 1 S.C.R. v. Quebec then imposed a November 30, 1981 deadline for a negotiated agreement with GD U.S., failing which it would expropriate.

On November 9, 1981, Quebec and GD U.S. reached an agreement pursuant to which SNA would acquire voting control of GD Canada and, therefore, indirect control of Asbestos. Under that agreement, SNA acquired control over GD Canada; however, SNA's payment for GD Canada was deferred through the operation of a "put and call" agreement. This form of the transaction was designed to benefit the tax position of GD U.S., and to provide GD U.S. with a means to acquire the benefits of any subsequent improvement in the asbestos market.

The 1981 transaction differed materially from the offer rejected by GD U.S. in 1979. Under the 1981 transaction, SNA purchased GD Canada shares rather than Asbestos shares as it would have under the 1979 offer. Furthermore, the 1981 transaction was not accompanied by an undertaking to the minority shareholders of Asbestos to purchase their shares. On November 11, 1981, two days

qualité de société mère de GD Canada. Son évaluation s'élevait à 99 \$ l'action, la différence de prix s'expliquant par les projections respectives des parties quant à l'avenir du marché de l'amiante.

En juin 1979, la loi constitutive de la SNA a été modifiée afin de permettre au Québec d'exproprier les biens d'Asbestos. Toutefois, dans les débats portant sur cette modification, le premier ministre Lévesque et le ministre des Finances Parizeau ont tous deux souligné leur préférence pour l'acquisition du contrôle d'Asbestos de gré à gré avec GD U.S. et leur intention de procéder à l'expropriation uniquement en cas d'échec des négociations.

Les négociations ont été suspendues pendant les procédures engagées par Asbestos pour contester la constitutionnalité de la Loi permettant à Québec de l'exproprier. Au printemps de 1981, la Cour d'appel du Québec a rejeté l'attaque constitutionnelle ([1981] C.A. 43, conf. [1980] C.S. 331) et notre Cour a refusé l'autorisation de pourvoi ([1981] 1 R.C.S. v). Le Québec a alors imposé la date limite du 30 novembre 1981 pour la conclusion d'une entente négociée avec GD U.S., faute de quoi il procéderait à l'expropriation.

Le 9 novembre 1981, le Québec et GD U.S. ont conclu une entente prévoyant l'acquisition par la SNA du contrôle des voix de GD Canada et, par conséquent, du contrôle indirect d'Asbestos. En vertu de cette entente, la SNA a acquis le contrôle de GD Canada, mais le paiement de la SNA pour GD Canada a été reporté au moyen d'une entente d'achat-vente. Cette forme d'opération visait à avantager GD U.S. sur le plan fiscal et à lui donner un moyen de tirer profit de toute amélioration subséquente du marché de l'amiante.

L'opération de 1981 différait sensiblement de l'offre rejetée par GD U.S. en 1979. Aux termes de l'opération de 1981, la SNA se portait acquéreur des actions de GD Canada plutôt que des actions d'Asbestos comme le prévoyait l'offre de 1979. De plus, l'opération de 1981 n'était pas accompagnée d'un engagement à acquérir les actions des actionnaires minoritaires d'Asbestos. Le 11 novembre

10

11

12

13

after the agreement was reached, Quebec announced that it did not intend to make a follow-up offer to the minority shareholders. Instead, the Finance Minister said in a press release, [TRANSLATION] “it will be up to GD Canada to evaluate over the course of the years the advantage of increasing eventually its interest in [Asbestos Corp.]” In response to that statement, the shares of Asbestos fell to a four-year low. Six days later the Finance Minister was quoted by the press as saying: “[b]ut at the present time, I’m not buying the shares of General Dynamics . . . but if I force them out . . . then obviously I should do something with the minority shareholders”.

1981, deux jours après la conclusion de l’entente, le Québec a annoncé qu’il n’entendait pas faire d’offre complémentaire aux actionnaires minoritaires. Le ministre des Finances a plutôt déclaré dans un communiqué qu’« il reviendra à G.D. Canada d’évaluer au cours des années l’avantage de majorer éventuellement sa participation dans la [Société Asbestos Limitée] ». Par suite de cette déclaration, les titres d’Asbestos sont tombés à leur niveau le plus bas en quatre ans. Six jours plus tard, les journaux rapportaient les propos suivants du ministre des Finances : [TRADUCTION] « [m]ais en ce moment, je ne me porte pas acquéreur des actions de General Dynamics . . . mais si je les force à se retirer . . . alors, évidemment, je devrais faire quelque chose à l’égard des actionnaires minoritaires ».

14 On February 12, 1982, the agreement among Quebec, SNA, and GD U.S. was formalized. GD Canada’s name was changed to Mines SNA Inc. and its registered office was moved from Ottawa, Ontario, to Thetford Mines, Quebec. In November 1986, GD U.S. exercised its put option and, on December 9, 1986, SNA purchased the remaining common shares of GD Canada held by GD U.S. No follow-up offer was ever made to the minority shareholders of Asbestos.

Le 12 février 1982, l’entente entre Québec, la SNA et GD U.S. a été officialisée. Le nom de GD Canada a été remplacé par la dénomination Mines SNA Inc. et son siège social a été transporté d’Ottawa (Ontario) à Thetford Mines (Québec). En novembre 1986, GD U.S. a levé son option de vente et, le 9 décembre 1986, la SNA a acheté les actions ordinaires restantes de GD Canada détenues par GD U.S. Aucune offre complémentaire n’a été faite aux actionnaires minoritaires d’Asbestos à quelque moment que ce soit.

15 In April 1988, the OSC issued a notice of hearing to determine two questions: (i) whether the transaction amounted to a take-over bid in Ontario, requiring SNA to make a follow-up offer to the minority shareholders of Asbestos, and (ii) whether the OSC should exercise its public interest jurisdiction under s. 124(1) (now s. 127(1), para. 3) of the *Securities Act* and take away Quebec’s trading exemptions in the Ontario capital markets.

En avril 1988, la CVMQ a notifié la tenue d’une audience visant à trancher deux questions, à savoir : (i) si l’opération équivalait à une offre d’achat visant à la mainmise en Ontario, ce qui obligerait la SNA à présenter une offre complémentaire aux actionnaires minoritaires d’Asbestos, et (ii) si la CVMQ devait exercer la compétence relative à l’intérêt public que lui confère le par. 124(1) (maintenant la disposition 3 du par. 127(1)) de la *Loi sur les valeurs mobilières*, et retirer au Québec les dispenses relatives aux opérations sur valeurs mobilières dont il bénéficie sur les marchés financiers de l’Ontario.

16 In addition to the details of the negotiations and transaction, the evidence before the OSC included press reports of the statements made by members of the Quebec Government, noted above, as well as other articles quoting analysts as recommending

Outre des renseignements détaillés sur les négociations et l’opération, les éléments de preuve produits devant la CVMQ comprenaient des reportages sur les déclarations susmentionnées des membres du gouvernement du Québec, de même

caution and warning against the speculative nature of an investment in Asbestos. The OSC also examined the market performance of Asbestos shares during the relevant period in light of all of the information about Asbestos and the change of control transaction that was available to the market during the material times. The OSC also considered the testimony of witnesses called by the appellant. The OSC concluded that the statements made by members of the Quebec Government did not constitute a promise to make a follow-up offer, that the minority shareholders and market analysts were aware of the speculative nature of an investment in Asbestos, and that the market was not materially misled by Quebec or SNA.

II. Decisions Below

1. *The 1988 Jurisdictional Proceedings*

Immediately after the OSC issued the notice of hearing in this case, Quebec challenged the jurisdiction of the OSC to inquire into the transaction. In a decision dated August 15, 1988, a majority of the OSC held that it had jurisdiction to decide the issues raised in the notice of hearing: (1988), 11 O.S.C.B. 3419. A combined appeal and judicial review application brought by Quebec was dismissed by the Divisional Court. A further appeal was dismissed by the Court of Appeal: (1992), 10 O.R. (3d) 577, with leave to appeal to this Court denied, [1993] 2 S.C.R. x.

At the Court of Appeal, McKinlay J.A., writing for the court, held that the provisions of the Act raised in the notice of hearing were within the province's legislative competence and that it was neither fair nor reasonable to suggest only Ontario residents are subject to Ontario regulatory rules when operating in Ontario capital markets. She wrote, at p. 595:

que d'autres articles citant les recommandations d'analystes qui incitaient à la prudence et mettaient en garde contre la nature spéculative d'un investissement dans la société Asbestos. La CVMO a aussi examiné le rendement des actions d'Asbestos sur le marché au cours de la période visée, d'après toute l'information sur Asbestos et l'opération de changement de contrôle qui était disponible sur le marché à l'époque des faits. Elle a également noté les dépositions des témoins produits par l'appellant. Elle a conclu que les déclarations des membres du gouvernement du Québec ne constituaient pas une promesse de présenter une offre complémentaire, que les actionnaires minoritaires et les analystes étaient conscients de la nature spéculative d'un investissement dans la société Asbestos et que le Québec ou la SNA n'ont pas substantiellement induit le marché en erreur.

II. Les décisions des tribunaux d'instance inférieure

1. *Les procédures de 1988 sur la question de la compétence*

Dès la notification par la CVMO de la tenue d'une audience au sujet de l'affaire, le Québec a contesté la compétence de la CVMO pour examiner l'opération. Dans une décision datée du 15 août 1988, la CVMO a conclu à la majorité qu'elle avait compétence pour trancher les questions soulevées dans l'avis d'audience : (1988), 11 O.S.C.B. 3419. Un recours en appel et en contrôle judiciaire engagé par le Québec a été rejeté par la Cour divisionnaire. La Cour d'appel a rejeté un nouvel appel : (1992), 10 O.R. (3d) 577, et notre Cour a rejeté la demande d'autorisation de pourvoi, [1993] 2 R.C.S. x.

Dans les motifs prononcés au nom de la Cour d'appel, Madame le juge McKinlay a conclu que les dispositions de la Loi invoquées dans l'avis d'audience demeuraient dans les limites des pouvoirs législatifs de la province et qu'on ne pouvait équitablement ni raisonnablement prétendre que seuls les résidents de l'Ontario sont assujettis aux dispositions réglementaires de l'Ontario lorsqu'ils procèdent à des opérations sur les marchés financiers en Ontario. Elle a écrit, à la p. 595 :

... I am of the view that territorial jurisdiction of the OSC under s. 124 does not depend solely upon the province or country in which relevant transactions may have taken place, but rather upon whether or not persons availing themselves of the benefits of trading in the Ontario capital markets act in a manner consistent with the provisions of the Act.

[TRADUCTION] ... j'estime que la compétence territoriale de la CVMO sous le régime de l'art. 124 ne dépend pas uniquement de la province ou du pays où les opérations pertinentes peuvent avoir eu lieu, mais plutôt de la question de savoir si des personnes tirant profit d'opérations sur les marchés financiers en Ontario agissent ou non d'une façon qui est conforme aux dispositions de la Loi.

- 19 McKinlay J.A. also held the OSC's public interest jurisdiction was not "subject to an implicit precondition" (p. 592) that the conduct in question "must have a 'sufficient Ontario connection'" (p. 593). She wrote at pp. 592-93:

I have difficulty understanding the argument of the appellant that s. 124(1) must be interpreted as being subject to an implicit precondition that the conduct relied upon by the OSC as the basis for the exercise of its discretion must have a "sufficient Ontario connection". The Ontario connection required by the section is "the public interest". I construe "the public interest" in that provision as being not only the interest of residents of Ontario, but the interest of all persons making use of Ontario capital markets. The discretion being contemplated by the OSC is a discretion to withdraw special privileges given, in this case, to the government of another province. I see nothing in the Act, nor do I see any constitutional or policy reason why any limited interpretation should be placed on the clear wording of the section.

Le juge McKinlay a aussi conclu que la compétence relative à l'intérêt public de la CVMO n'était pas [TRADUCTION] « assujettie à une condition préalable implicite » (p. 592) en vertu de laquelle la conduite en cause [TRADUCTION] « doit avoir un "lien suffisant avec l'Ontario" » (p. 593). Elle a écrit, aux p. 592-593 :

[TRADUCTION] J'ai de la difficulté à comprendre l'argument de l'appelante selon lequel le par. 124(1) doit être interprété comme assujéti à une condition préalable implicite en vertu de laquelle la conduite sur laquelle se fonde la CVMO pour exercer son pouvoir discrétionnaire doit avoir un « lien suffisant avec l'Ontario ». Le lien avec l'Ontario prescrit par cet article est « l'intérêt public ». Mon interprétation de « l'intérêt public » dans cette disposition ne se limite pas au seul intérêt des résidents de l'Ontario, mais comprend aussi l'intérêt de toutes les personnes qui utilisent les marchés financiers en Ontario. Le pouvoir discrétionnaire sur lequel s'est prononcée la CVMO est celui de retirer des privilèges spéciaux consentis, en l'espèce, au gouvernement d'une autre province. Je ne vois aucune disposition dans la Loi ni aucune raison constitutionnelle ou politique qui commanderait une interprétation restrictive du libellé clair de cet article.

- 20 Following the Court of Appeal's decision, the OSC resumed its hearing into whether the transaction amounted to a take-over bid, or whether it should exercise its public interest jurisdiction to remove Quebec's trading exemptions.

À la suite de l'arrêt de la Cour d'appel, la CVMO a repris son audience sur la question de savoir si l'opération constituait une offre d'achat visant à la mainmise, ou si la CVMO devait exercer sa compétence relative à l'intérêt public pour retirer au Québec les dispenses relatives aux opérations sur valeurs mobilières dont il bénéficie.

2. *Ontario Securities Commission (Vice Chair Geller, Commissioners Kitts and Carscallen concurring)* (1994), 4 C.C.L.S. 233

2. *La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (Vice-président Geller, avec l'appui des membres Kitts et Carscallen)* (1994), 4 C.C.L.S. 233

- 21 The OSC considered two questions: (i) whether the transaction amounted to a take-over bid in Ontario, requiring SNA to make a follow-up offer

La CVMO s'est penchée sur deux questions, à savoir : (i) si l'opération équivalait à une offre d'achat visant à la mainmise en Ontario, ce qui

to the minority shareholders of Asbestos; and (ii) whether the OSC should exercise its public interest jurisdiction under s. 124(1) (now s. 127(1), para. 3) of the *Securities Act* and take away Quebec's trading exemptions in the Ontario capital markets.

First, the OSC panel held that the transaction was not a take-over bid, nor a deemed take-over bid, under the Act. Thus, the transaction was not a breach of the Act and no follow-up offer was required under its express provisions or the regulations thereunder. This finding has not been appealed.

Next, the panel considered whether it should exercise its public interest jurisdiction. In doing so, the panel relied on its previous jurisprudence in *Re Canadian Tire Corp.* (1987), 10 O.S.C.B. 857, and *Re H.E.R.O. Industries Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 3775. The panel noted that it does not need to find a breach of the Act or of the regulations thereunder in order to exercise its s. 127 jurisdiction. It emphasized, however, that it should be cautious in exercising its s. 127 jurisdiction, and should not use its open-ended nature to correct perceived abuses regardless of a connection with Ontario. Then, the panel went on to consider the following four factors: (i) whether the transaction had been designed to avoid the animating principles behind the legislation and the rules respecting take-over bids, (ii) whether the transaction was manifestly unfair to public minority shareholders, (iii) whether there was a sufficient nexus with Ontario to warrant the OSC's intervention, or whether the transaction was structured to make an Ontario transaction appear to be a non-Ontario one, and (iv) whether the transaction was abusive of the integrity of the capital markets in the province.

obligerait la SNA à présenter une offre complémentaire aux actionnaires minoritaires d'Asbestos, et (ii) si la CVMO devrait exercer la compétence relative à l'intérêt public que lui confère le par. 124(1) (maintenant la disposition 3 du par. 127(1)) de la *Loi sur les valeurs mobilières* et retirer les dispenses du Québec sur les marchés financiers de l'Ontario.

La CVMO a d'abord conclu que l'opération n'était pas une offre d'achat visant à la mainmise, ni une opération réputée constituer une telle offre au sens de la Loi. L'opération ne contrevenait donc pas à la Loi et aucune offre complémentaire n'était exigée par quelque disposition expresse de la Loi ou de ses règlements d'application. Cette conclusion n'a pas été portée en appel.

La CVMO s'est ensuite penchée sur la question de savoir si elle devait exercer sa compétence relative à l'intérêt public. Elle s'est fondée à cet égard sur sa jurisprudence dans les affaires *Re Canadian Tire Corp.* (1987), 10 O.S.C.B. 857, et *Re H.E.R.O. Industries Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 3775. La CVMO a noté qu'il n'était pas nécessaire qu'elle conclue à l'existence d'une contravention à la Loi ou à ses règlements d'application pour pouvoir exercer sa compétence en vertu de l'art. 127. Toutefois, elle a souligné la nécessité d'user de circonspection dans l'exercice de sa compétence en vertu de l'art. 127 et de s'abstenir d'invoquer sa nature indéterminée pour corriger des abus perçus sans égard à l'existence d'un lien avec l'Ontario. La CVMO a ensuite examiné les quatre facteurs suivants : (i) si l'opération avait été conçue dans le but de contourner les principes directeurs qui sous-tendent la Loi et les règles régissant les offres d'achat visant à la mainmise, (ii) si l'opération était manifestement injuste envers les actionnaires minoritaires publics, (iii) s'il existait un lien suffisant avec l'Ontario pour justifier l'intervention de la CVMO, ou si l'opération était structurée de façon à donner à une opération ontarienne l'apparence d'une opération étrangère, et (iv) si l'opération portait atteinte à l'intégrité des marchés financiers de la province.

22

23

24 With regard to the first two factors, the panel held that both Quebec and GD U.S. had a moral obligation to the minority shareholders and that

the actions of the Quebec Government and SNA failed to comply with the spirit underlying the take-over bid rules of the Act, were abusive of the minority shareholders of Asbestos and were manifestly unfair . . . (para. 71)

25 However, with respect to the third factor, the panel held that a sufficient Ontario nexus had not been established, and that the principal and, so far as the evidence went, the sole purpose for structuring the transaction in its final form was the minimization of taxes on the profit received by GD Canada and GD U.S.

26 Furthermore, the panel found that, although it would have been fairer if the Quebec Government had not equivocated about its plans regarding a follow-up offer, its equivocation did not result in the market being materially misled or investors purchasing shares on the “promise” that there would be a follow-up offer.

27 The OSC concluded that, although the minority shareholders of Asbestos were unfairly and badly dealt with by the Quebec Government, they are unable to look to the Act for a remedy (para. 90).

3. *Ontario Divisional Court (Crane J., O’Driscoll J. concurring; Steele J. dissenting in part)* (1997), 33 O.R. (3d) 651

28 The Divisional Court was unanimous in reversing the decision of the OSC. The court held that the OSC had erred by imposing two jurisdictional prerequisites to its s. 127(1), para. 3 jurisdiction: a “transactional connection” with Ontario, and a conscious motive to avoid the takeover laws in Ontario and abuse minority shareholders. On the first jurisdictional error, the court further held that the OSC had erred in concluding that a sufficient

En ce qui a trait aux deux premiers facteurs, la CVMO a conclu que le Québec et GD U.S. avaient tous deux une obligation morale envers les actionnaires minoritaires et que

[TRADUCTION] les actes du gouvernement du Québec et de la SNA n’ont pas respecté l’esprit qui sous-tend les règles relatives aux offres d’achat visant à la mainmise édictées dans la Loi, étaient abusifs envers les actionnaires minoritaires d’Asbestos et étaient manifestement injustes . . . (par. 71)

En ce qui a trait au troisième facteur, toutefois, la CVMO a conclu qu’un lien suffisant avec l’Ontario n’avait pas été établi et que le motif principal, voire l’unique motif démontré par la preuve, de la structuration de l’opération dans sa forme finale était la réduction des impôts sur le profit réalisé par GD Canada et GD U.S.

La CVMO a en outre conclu, après avoir constaté que la situation aurait été plus juste si le gouvernement du Québec n’avait pas tergiversé quant à son intention de présenter une offre complémentaire, que ses tergiversations n’avaient néanmoins pas eu pour effet de tromper sensiblement le marché ni d’inciter des investisseurs à acheter des actions sur la foi d’une « promesse » de présentation d’une offre complémentaire.

La CVMO a conclu que les actionnaires minoritaires d’Asbestos, en dépit de la façon injuste et incorrecte dont ils ont été traités par le gouvernement du Québec, ne pouvaient invoquer la Loi pour obtenir réparation (par. 90).

3. *Cour divisionnaire de l’Ontario (le juge Crane, avec l’appui du juge O’Driscoll; le juge Steele étant dissident en partie)* (1997), 33 O.R. (3d) 651

La Cour divisionnaire a infirmé à l’unanimité la décision de la CVMO. Elle a conclu que la CVMO avait commis une erreur en imposant deux conditions préalables à l’exercice de sa compétence sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1) : un « lien transactionnel » avec l’Ontario et une motivation consciente consistant à contourner le droit ontarien relatif aux offres d’achat visant à la mainmise et à abuser les actionnaires minoritaires. Au

Ontario nexus had not been established. On the second jurisdictional error, the court held that the OSC must look at the effect of the transaction, not the motivation of the parties.

Based on these findings, a majority of the Divisional Court directed the OSC to order the Quebec Government to make a follow-up offer to the minority shareholders within 90 days, failing which the OSC was to deny the Quebec Government all of the exemptions that allowed it to participate in the Ontario capital market. The OSC was also directed to order the Quebec Government to pay the appellant's costs of the 1994 proceedings before the OSC, as well as present costs at the Divisional Court and the future costs of appearances before the OSC on this matter, if any. Steele J. concurred with the majority's reasons but would have granted a different order. The substance of Steele J.'s order was the same as that of the majority; however Steele J. would have left the "mechanics and details" to be determined by the OSC. In other words, Steele J. would have remitted the matter to the OSC for a determination of the prescribed time period for the follow-up offer to be made, the exemptions to be disallowed, the interest rate to be applied, and the liability for future costs.

4. *Court of Appeal for Ontario (Laskin J.A., Doherty and Rosenberg J.J.A. concurring)* (1999), 43 O.R. (3d) 257

In comprehensive and lucid reasons written by Laskin J.A., the Court of Appeal for Ontario unanimously allowed the appeal and reinstated the OSC's decision. The Court of Appeal concluded that the Divisional Court made four main errors in that it:

- (1) applied the wrong standard of review,
- (2) mischaracterized what the OSC did,

sujet de la première erreur juridictionnelle, la cour a en outre statué que la CVMO avait commis une erreur en concluant qu'un rapport suffisant avec l'Ontario n'avait pas été établi. Quant à la deuxième erreur juridictionnelle, la cour a conclu que la CVMO doit tenir compte de l'effet de l'opération et non de la motivation des parties.

À partir de ces conclusions, la Cour divisionnaire a, à la majorité, prescrit à la CVMO d'ordonner au gouvernement du Québec de présenter une offre complémentaire aux actionnaires minoritaires dans un délai de 90 jours, faute de quoi la CVMO retirerait au gouvernement du Québec toutes les dispenses qu'elle lui avait accordées pour lui permettre de faire des opérations sur le marché financier en Ontario. La CVMO a aussi reçu la directive d'ordonner au gouvernement du Québec de payer à l'appelant ses dépens de la procédure de 1994 devant la CVMO, ceux de l'appel devant la Cour divisionnaire et ceux qui étaient susceptibles de découler de la comparution devant la CVMO sur cette question, le cas échéant. Tout en partageant les motifs des juges majoritaires, le juge Steele aurait rendu une ordonnance différente, qui s'apparentait à celle de la majorité quant au fond, mais qui aurait laissé à la CVMO le soin de régler les [TRADUCTION] « questions d'application concrète et de détail ». En d'autres termes, le juge Steele aurait renvoyé l'affaire devant la CVMO pour qu'elle détermine le délai de présentation d'une offre complémentaire, les dispenses à retirer, le taux d'intérêt à appliquer et la charge des dépens à venir.

4. *Cour d'appel de l'Ontario (le juge Laskin, avec l'appui des juges Doherty et Rosenberg)* (1999), 43 O.R. (3d) 257

Dans des motifs approfondis et lucides écrits par le juge Laskin, la Cour d'appel de l'Ontario a, à l'unanimité, accueilli l'appel et rétabli la décision de la CVMO. La Cour d'appel a conclu que la Cour divisionnaire avait commis quatre erreurs principales, à savoir :

- (1) elle a appliqué la mauvaise norme de contrôle,
- (2) elle a mal qualifié ce que la CVMO avait fait,

29

30

- (3) failed to appreciate that whether the acquisition of control of Asbestos had a sufficient “transactional connection” with Ontario, whether Quebec intended to avoid Ontario law and whether Quebec’s public statements misled investors into believing a follow-up offer would be made, were relevant factors for the OSC to consider in exercising its discretion under s. 127(1), para. 3, and
- (4) misconceived the purpose of the OSC’s public interest jurisdiction by treating it as remedial.

- (3) elle a omis de considérer que les questions de savoir si l’acquisition du contrôle d’Asbestos avait un « lien transactionnel » suffisant avec l’Ontario, si le Québec a cherché à éviter la loi de l’Ontario et si les déclarations publiques du Québec ont induit des investisseurs à croire qu’une offre complémentaire serait présentée, constituaient des facteurs pertinents dont la CVMO devait tenir compte dans l’exercice de son pouvoir discrétionnaire sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1); et
- (4) elle a mal interprété l’objet visé par la compétence relative à l’intérêt public de la CVMO en la traitant comme si elle avait un caractère réparateur.

31 With respect to the first error noted above, the Court of Appeal was of the opinion that the Divisional Court had applied a standard of correctness without first addressing the necessary issue of appropriate standard of review. The Court of Appeal then applied *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557, and *Canada (Director of Investigation and Research) v. Southam Inc.*, [1997] 1 S.C.R. 748, and concluded that the appropriate standard of review in this case was “reasonableness”.

En ce qui a trait à la première erreur susmentionnée, la Cour d’appel a estimé que la Cour divisionnaire avait appliqué la norme de la décision correcte sans s’être penchée au préalable sur l’incontournable question de la norme de contrôle appropriée. La Cour d’appel a ensuite appliqué les arrêts *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, et *Canada (Directeur des enquêtes et recherches) c. Southam Inc.*, [1997] 1 R.C.S. 748, et elle a conclu que la norme de contrôle appropriée en l’espèce était celle de la décision « raisonnable ».

32 With respect to the second and third errors, in interpreting the reasons of the OSC in this case, Laskin J.A. was of the view that the OSC did not decide it could not make an order under s. 127; rather it decided it would not do so. In his view, the OSC treated the transactional connection to Ontario and the intention to avoid Ontario law as factors relevant to the exercise of its discretion, not as conditions precedent (at p. 273):

En ce qui a trait à la deuxième et à la troisième erreur, dans son interprétation des motifs de la CVMO, le juge Laskin était d’avis que la CVMO n’avait pas conclu qu’elle ne pouvait pas rendre une ordonnance sous le régime de l’art. 127, mais plutôt qu’elle ne rendrait pas une telle ordonnance. À son avis, la CVMO a traité le lien transactionnel avec l’Ontario et l’intention de contourner la loi de l’Ontario comme des facteurs pertinents relativement à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire, et non comme des conditions préalables (à la p. 273) :

... the Commission did not set up any jurisdictional preconditions to the exercise of its discretion. Instead, it took into account and indeed gave prominence to factors that were relevant to the exercise of its discretion. It weighed those factors and made findings of fact on them that were reasonably supported by the evidence. Finally, it properly considered whether the abusive and

[TRADUCTION] ... la Commission n’a établi aucune condition juridictionnelle préalable à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire. Elle a plutôt pris en considération, voire souligné, des facteurs qui étaient pertinents relativement à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire. Elle a apprécié ces facteurs et tiré à leur égard des conclusions de fait qui étaient raisonnablement étayées par la

unfair conduct that it found to have been established warranted an order under s. 127(1)3 of the Act, removing Québec's trading exemptions. In refusing to make such an order, I am not persuaded that the Commission exercised its discretion unreasonably or, to use the familiar language of review of discretionary orders, committed an error in principle, or acted capriciously, arbitrarily or unjustly.

Further, Laskin J.A. held that the Divisional Court erred in considering only the effect of the transaction. He stated that this was relevant and was considered by the panel, but it acted reasonably in considering other factors as well. Laskin J.A. was also of the view that it was relevant to consider the motivation of the Quebec Government, and that the panel's findings in this regard were reasonable.

Laskin J.A. held that the panel's finding that there was not a sufficient Ontario connection was reasonably supported by the evidence and therefore not reviewable. Laskin J.A. rejected the appellant's alternative argument that the panel had erred in giving the connection to Ontario and the intention to avoid Ontario law too much weight. According to Laskin J.A., the panel acted reasonably in emphasizing these factors.

Laskin J.A. also held that the panel's conclusions that the public was not misled and could not have reasonably relied on the statements of Québec's Minister of Finance were reasonably supported by the record and therefore not reviewable. Furthermore, Laskin J.A. held that the panel had to consider the potential for future harm to the integrity of Ontario's capital markets and the likelihood that Québec's unfair treatment of investors would be repeated.

preuve. Enfin, elle s'est penchée adéquatement sur la question de savoir si la conduite abusive et injuste qu'elle a constatée justifiait la délivrance, sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1) de la Loi, d'une ordonnance retirant les dispenses du Québec. Je ne suis pas convaincu qu'en refusant de rendre une telle ordonnance, la Commission ait exercé son pouvoir discrétionnaire de façon déraisonnable ou, pour reprendre les termes usuels du contrôle des ordonnances discrétionnaires, qu'elle ait commis une erreur de principe, ou ait agi de façon capricieuse, arbitraire ou injuste.

Le juge Laskin a conclu que la Cour divisionnaire avait commis une erreur en ne considérant que l'effet de l'opération. Il a déclaré que ce facteur était pertinent et qu'il avait été pris en considération par la CVMO, mais que la CVMO avait agi de façon raisonnable en tenant aussi compte d'autres facteurs. Le juge Laskin estimait aussi qu'il était pertinent de tenir compte de la motivation du gouvernement du Québec et que les conclusions de la CVMO à cet égard étaient raisonnables.

Le juge Laskin a estimé que la conclusion de la CVMO portant qu'il n'y avait pas de lien suffisant avec l'Ontario était raisonnablement étayée par la preuve et, partant, qu'elle ne donnait pas ouverture au contrôle judiciaire. Le juge Laskin a rejeté l'argument subsidiaire de l'appelant selon lequel la CVMO avait commis une erreur en accordant trop de poids au lien avec l'Ontario et à l'intention de contourner la loi ontarienne. Selon le juge Laskin, la CVMO avait agi raisonnablement en soulignant ces facteurs.

Le juge Laskin a aussi statué que les conclusions de la CVMO selon lesquelles le public n'avait pas été induit en erreur et ne pouvait raisonnablement pas agir sur la foi des déclarations du ministre des Finances du Québec étaient raisonnablement étayées par la preuve au dossier et ne donnaient donc pas ouverture au contrôle judiciaire. Il a ajouté que la CVMO devait apprécier la possibilité d'une atteinte future à l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario et la probabilité qu'un traitement injuste des investisseurs de la part du Québec se répète.

33

34

35

36 With respect to the fourth error noted by the Court of Appeal, Laskin J.A. held that the Divisional Court erred by focussing only on investor abuse and viewing s. 127(1), para. 3 as remedial. It was the opinion of the court that s. 127(1), para. 3 is not remedial (at p. 272):

The purpose of the Commission's public interest jurisdiction is neither remedial nor punitive; it is protective and preventive, intended to be exercised to prevent likely future harm to Ontario's capital markets. The past conduct of offending market participants is relevant but only to assessing whether their future conduct is likely to harm the integrity of the capital markets.

37 Finally, Laskin J.A. commented on the Divisional Court order. He held that the Divisional Court had no jurisdiction to make the order in respect of future costs. However, he was of the view that the court did have the jurisdiction to include the other aspects of the order, but held that it ought not to have. Rather, it should have remitted the matter back to the OSC to determine what order should be made.

III. Issues on Appeal

38 There are three main issues in this appeal:

1. What is the nature and scope of s. 127 jurisdiction to intervene in the public interest?
2. What is the appropriate standard of review?
3. Did the OSC make a reviewable error?

IV. Analysis

1. *What Is the Nature and Scope of Section 127 Jurisdiction to Intervene in the Public Interest?*

39 Section 127(1) of the Act provides the OSC with the jurisdiction to intervene in activities related to the Ontario capital markets when it is in the public

Quant à la quatrième erreur relevée par la Cour d'appel, le juge Laskin a conclu que la Cour divisionnaire avait commis une erreur en se concentrant uniquement sur l'abus envers les investisseurs et en considérant la disposition 3 du par. 127(1) comme si elle avait un caractère réparateur. La Cour d'appel était d'avis que la disposition 3 du par. 127(1) n'a pas un caractère réparateur (à la p. 272) :

[TRADUCTION] La fin visée par la compétence relative à l'intérêt public de la Commission n'est ni réparatrice, ni punitive; elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d'un éventuel préjudice aux marchés financiers en Ontario. La conduite passée d'intervenants fautifs dans le marché n'est pertinente qu'en ce qui a trait à l'évaluation de la probabilité que leur conduite future soit préjudiciable à l'intégrité des marchés financiers.

Le juge Laskin a en dernier lieu commenté l'ordonnance de la Cour divisionnaire. Il a conclu que la Cour divisionnaire n'avait pas compétence pour rendre une ordonnance visant les dépens à venir. Il était toutefois d'avis que la cour avait compétence pour inclure les autres aspects de l'ordonnance, mais qu'elle aurait dû s'en abstenir. Elle aurait plutôt dû renvoyer l'affaire devant la CVMO pour que celle-ci détermine quelle ordonnance devrait être rendue.

III. Les questions soulevées par le pourvoi

Le pourvoi soulève trois questions principales :

1. Quelle est la nature et la portée de la compétence pour intervenir en matière d'intérêt public conférée par l'art. 127?
2. Quelle est la norme de contrôle appropriée?
3. La CVMO a-t-elle commis une erreur donnant ouverture au contrôle judiciaire?

IV. Analyse

1. *Quelle est la nature et la portée de la compétence pour intervenir en matière d'intérêt public conférée par l'art. 127?*

Le paragraphe 127(1) de la Loi confère à la CVMO la compétence pour intervenir dans les activités liées aux marchés financiers en Ontario

interest to do so. The legislature clearly intended that the OSC have a very wide discretion in such matters. The permissive language of s. 127(1) expresses an intent to leave it for the OSC to determine whether and how to intervene in a particular case:

127. (1) The Commission may make one or more of the following orders if in its opinion it is in the public interest to make the order or orders . . . [Emphasis added.]

The breadth of the OSC's discretion to act in the public interest is also evident in the range and potential seriousness of the sanctions it can impose under s. 127(1). Furthermore, pursuant to s. 127(2), the OSC has an unrestricted discretion to attach terms and conditions to any order made under s. 127(1):

(2) An order under this section may be subject to such terms and conditions as the Commission may impose.

However, the public interest jurisdiction of the OSC is not unlimited. Its precise nature and scope should be assessed by considering s. 127 in context. Two aspects of the public interest jurisdiction are of particular importance in this regard. First, it is important to keep in mind that the OSC's public interest jurisdiction is animated in part by both of the purposes of the Act described in s. 1.1, namely "to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices" and "to foster fair and efficient capital markets and confidence in capital markets". Therefore, in considering an order in the public interest, it is an error to focus only on the fair treatment of investors. The effect of an intervention in the public interest on capital market efficiencies and public confidence in the capital markets should also be considered.

lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Le législateur a clairement voulu que la CVMO ait un très vaste pouvoir discrétionnaire en cette matière. Le libellé facultatif du par. 127(1) exprime l'intention de laisser à la CVMO le soin d'apprécier l'opportunité et la manière d'intervenir dans une affaire particulière :

127. (1) La Commission peut, si elle est d'avis qu'il est dans l'intérêt public de le faire, rendre une ou plusieurs des ordonnances suivantes . . . [Je souligne.]

La portée du pouvoir discrétionnaire de la CVMO d'agir dans l'intérêt public ressort aussi de façon évidente de la gamme et de la gravité potentielle des sanctions qu'elle est habilitée à imposer en vertu du par. 127(1). De plus, en vertu du par. 127(2), la CVMO dispose sans restriction du pouvoir discrétionnaire d'adjoindre des conditions à toute ordonnance rendue en vertu du par. 127(1) :

(2) L'ordonnance rendue en vertu du présent article peut être assortie des conditions qu'impose la Commission.

La compétence relative à l'intérêt public de la CVMO n'est toutefois pas illimitée. Sa nature et sa portée précises doivent être appréciées par une analyse de l'art. 127 dans son contexte. Deux aspects de la compétence relative à l'intérêt public revêtent une importance particulière à cet égard. En premier lieu, il importe de se rappeler que la compétence relative à l'intérêt public de la CVMO est fondée en partie sur les deux objets de la Loi, décrits à l'art. 1.1, à savoir « protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses » et « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci ». Par conséquent, lorsqu'il s'agit d'examiner une ordonnance rendue dans l'intérêt public, c'est commettre une erreur que de ne se concentrer que sur le traitement équitable des investisseurs. Il faut aussi prendre en considération l'incidence d'une intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers.

40

41

42

Second, it is important to recognize that s. 127 is a regulatory provision. In this regard, I agree with Laskin J.A. that “[t]he purpose of the Commission’s public interest jurisdiction is neither remedial nor punitive; it is protective and preventive, intended to be exercised to prevent likely future harm to Ontario’s capital markets” (p. 272). This interpretation of s. 127 powers is consistent with the previous jurisprudence of the OSC in cases such as *Canadian Tire, supra*, aff’d (1987), 59 O.R. (2d) 79 (Div. Ct.); leave to appeal to C.A. denied (1987), 35 B.L.R. xx, in which it was held that no breach of the Act is required to trigger s. 127. It is also consistent with the objective of regulatory legislation in general. The focus of regulatory law is on the protection of societal interests, not punishment of an individual’s moral faults: see *R. v. Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 S.C.R. 154, at p. 219.

En deuxième lieu, il importe de reconnaître que l’art. 127 est une disposition de nature réglementaire. À cet égard, j’abonde dans le sens du juge Laskin lorsqu’il dit que [TRADUCTION] « [l]a fin visée par la compétence relative à l’intérêt public de la CVMO n’est ni réparatrice, ni punitive; elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d’un éventuel préjudice aux marchés financiers en Ontario » (p. 272). Cette interprétation des pouvoirs conférés par l’art. 127 s’harmonise avec la jurisprudence de la CVMO dans des affaires comme *Canadian Tire*, précitée, conf. par (1987), 59 O.R. (2d) 79 (C. div.), autorisation d’interjeter appel à la C.A. refusée (1987), 35 B.L.R. xx, où les tribunaux ont reconnu qu’il n’est pas nécessaire qu’il y ait violation de la Loi pour que l’art. 127 s’applique. Elle s’accorde aussi à l’objet des lois de nature réglementaire en général. La visée d’une loi de nature réglementaire est la protection des intérêts de la société, et non la sanction des fautes morales d’une personne : voir l’arrêt *R. c. Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 R.C.S. 154, p. 219.

43

Furthermore, the above interpretation is consistent with the scheme of enforcement in the Act. The enforcement techniques in the Act span a broad spectrum from purely regulatory or administrative sanctions to serious criminal penalties. The administrative sanctions are the most frequently used sanctions and are grouped together in s. 127 as “Orders in the public interest”. Such orders are not punitive: *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365. Rather, the purpose of an order under s. 127 is to restrain future conduct that is likely to be prejudicial to the public interest in fair and efficient capital markets. The role of the OSC under s. 127 is to protect the public interest by removing from the capital markets those whose past conduct is so abusive as to warrant apprehension of future conduct detrimental to the integrity of the capital markets: *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600. In contradistinction, it is for the courts to punish or remedy past conduct under ss. 122 and 128 of the Act respectively: see

De plus, cette interprétation est compatible avec les moyens retenus pour l’application de la Loi. Les techniques d’application de la Loi embrassent un large éventail allant des sanctions purement réglementaires ou administratives aux sanctions pénales graves. Les sanctions administratives sont celles qui servent le plus fréquemment et elles sont regroupées à l’art. 127 sous l’intertitre « Ordonnances rendues dans l’intérêt public ». Ces ordonnances ne sont pas de nature punitive : *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365. L’objet d’une ordonnance rendue en vertu de l’art. 127 est plutôt de limiter la conduite future qui risque de porter atteinte à l’intérêt public dans le maintien de marchés financiers justes et efficaces. Le rôle de la CVMO en vertu de l’art. 127 consiste à protéger l’intérêt public en retirant des marchés financiers les personnes dont la conduite antérieure est à ce point abusive qu’elle justifie la crainte d’une conduite ultérieure susceptible de nuire à l’intégrité des marchés financiers : *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600. Par contraste, c’est aux cours de justice qu’il appartient de punir ou de

D. Johnston and K. Doyle Rockwell, *Canadian Securities Regulation* (2nd ed. 1998), at pp. 209-11.

More specifically, s. 122 makes it an offence to contravene the Act and, though the OSC's consent is required before a proceeding under s. 122 can commence, the provision authorizes the courts to impose fines and terms of imprisonment. Under s. 128, the OSC may apply to the Ontario Court (General Division) for a declaratory order. In making such an order, the courts may resort to a wide range of remedial powers detailed in that section, including an order for compensation or restitution which would be aimed at providing a remedy for harm suffered by private parties or individuals. In addition, further remedial powers are available under Part XXIII of the Act which deals with civil liability for misrepresentation and tipping and creates rights of action for rescission and damages.

In summary, pursuant to s. 127(1), the OSC has the jurisdiction and a broad discretion to intervene in Ontario capital markets if it is in the public interest to do so. However, the discretion to act in the public interest is not unlimited. In exercising its discretion, the OSC should consider the protection of investors and the efficiency of, and public confidence in, capital markets generally. In addition, s. 127(1) is a regulatory provision. The sanctions under the section are preventive in nature and prospective in orientation. Therefore, s. 127 cannot be used merely to remedy *Securities Act* misconduct alleged to have caused harm or damages to private parties or individuals.

corriger une conduite antérieure, en vertu respectivement des art. 122 et 128 de la Loi : voir D. Johnston et K. Doyle Rockwell, *Canadian Securities Regulation* (2^e éd. 1998), p. 209-211.

Plus précisément, l'art. 122 sanctionne par une infraction le fait de contrevenir à la Loi et, bien que le consentement de la CVMO soit nécessaire pour que des poursuites puissent être engagées en vertu de l'art. 122, autorise les tribunaux à imposer des amendes et des peines d'emprisonnement. L'article 128 permet à la CVMO de demander à la Cour de l'Ontario (Division générale) de rendre une ordonnance déclaratoire. Lorsqu'ils sont appelés à rendre une telle ordonnance, les tribunaux peuvent exercer une vaste gamme de pouvoirs réparateurs détaillés dans cet article, y compris prononcer une ordonnance d'indemnisation ou de restitution visant à dédommager des parties privées ou des particuliers pour les préjudices qu'ils ont subis. D'autres pouvoirs correctifs sont aussi prévus à la Partie XXIII de la Loi, laquelle porte sur la responsabilité civile découlant de la présentation inexacte de faits et de la communication de renseignements sur le marché et prévoit des recours en annulation et en dommages-intérêts.

En résumé, sous le régime du par. 127(1), la CVMO a la compétence et un large pouvoir discrétionnaire pour intervenir dans les marchés financiers en Ontario lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Le pouvoir d'agir dans l'intérêt public n'est toutefois pas illimité. Lorsqu'elle est appelée à exercer son pouvoir discrétionnaire, la CVMO doit prendre en considération la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés financiers ainsi que la confiance du public en ceux-ci en général. De plus, le par. 127(1) est une disposition de nature réglementaire. Les sanctions qui y sont prévues sont de nature préventive et axées sur l'avenir. L'article 127 ne peut donc être invoqué par une partie privée ou un particulier simplement pour réparer une transgression de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui lui aurait causé un préjudice ou des dommages.

44

45

2. *What Is the Appropriate Standard of Review?*

46 A determination of the appropriate standard of review calls for the application of the “pragmatic and functional” approach first adopted by this Court in *U.E.S., Local 298 v. Bibeault*, [1988] 2 S.C.R. 1048. That approach was further developed by this Court in cases such as *Pezim, supra*, and *Southam, supra*.

47 The recent jurisprudence of this Court on standards of review was summarized by Bastarache J. in *Pushpanathan v. Canada (Minister of Citizenship and Immigration)*, [1998] 1 S.C.R. 982. The focus of the inquiry is on the particular provision being interpreted by the tribunal, and the central question is: was the question that the provision raises one that was intended by the legislators to be left to the exclusive decision of the administrative tribunal? There are four factors that are used to determine the appropriate degree of curial deference: (i) privative clauses; (ii) relative expertise of the tribunal; (iii) the purpose of the Act as a whole and the provision in particular; and (iv) the nature of the problem: a question of law or fact? None of the four factors is alone dispositive. Each factor indicates a point falling on a spectrum of the proper level of deference to be shown to the decision in question.

48 Most recently, in *Trinity Western University v. British Columbia College of Teachers*, [2001] 1 S.C.R. 772, 2001 SCC 31, at para. 17, it was emphasized that *Pushpanathan* did not modify the decisions of this Court in *Pezim* and *Southam* noted above. In fact, in my view, this Court’s decision in *Pezim* is particularly applicable to the present appeal, since both cases concern the exercise of a provincial securities commission’s discretion to determine what is in the public interest.

49 In this case, as in *Pezim*, it cannot be contested that the OSC is a specialized tribunal with a wide discretion to intervene in the public interest and that the protection of the public interest is a matter falling within the core of the OSC’s expertise. Therefore, although there is no privative clause

2. *Quelle est la norme de contrôle appropriée?*

La détermination de la norme de contrôle appropriée nécessite l’application de l’analyse « pragmatique et fonctionnelle » adoptée pour la première fois par notre Cour dans l’arrêt *U.E.S., Local 298 c. Bibeault*, [1988] 2 R.C.S. 1048. Cette méthode a été reprise par notre Cour dans des arrêts comme *Pezim* et *Southam*, précités.

Le juge Bastarache a résumé la jurisprudence récente de notre Cour portant sur les normes de contrôle dans l’arrêt *Pushpanathan c. Canada (Ministre de la Citoyenneté et de l’Immigration)*, [1998] 1 R.C.S. 982. L’examen effectué met l’accent sur la disposition particulière interprétée par le tribunal et la question centrale est la suivante : la question soulevée par la disposition est-elle une question que le législateur voulait assujettir au pouvoir décisionnel exclusif du tribunal administratif? Quatre facteurs servent à déterminer le degré de retenue judiciaire approprié : (i) les clauses privatives; (ii) l’expertise relative du tribunal; (iii) l’objet de la loi dans son ensemble et de la disposition en cause; et (iv) la nature du problème : question de droit ou de fait? Aucun de ces facteurs n’est décisif. Chaque facteur fournit une indication s’inscrivant sur le continuum du degré de retenue judiciaire approprié pour la décision en cause.

Plus récemment, dans l’arrêt *Université Trinity Western c. British Columbia College of Teachers*, [2001] 1 R.C.S. 772, 2001 CSC 31, par. 17, on a souligné que l’arrêt *Pushpanathan* n’a pas modifié les décisions de notre Cour dans les affaires *Pezim* et *Southam* susmentionnées. En fait, à mon avis, la décision de notre Cour dans l’affaire *Pezim* est particulièrement applicable au présent pourvoi puisqu’il s’agit dans les deux cas de l’exercice du pouvoir discrétionnaire d’une commission des valeurs mobilières appelée à déterminer ce qui est dans l’intérêt public.

En l’espèce, comme dans l’affaire *Pezim*, il est incontestable que la CVMO est un tribunal spécialisé ayant un vaste pouvoir discrétionnaire d’intervention dans l’intérêt public et que la protection de l’intérêt public est une matière qui se situe dans le domaine d’expertise fondamental du tribunal. Par

shielding the decisions of the OSC from review by the courts, that body's relative expertise in the regulation of the capital markets, the purpose of the Act as a whole and s. 127(1) in particular, and the nature of the problem before the OSC, all militate in favour of a high degree of curial deference. However, as there is a statutory right of appeal from the decision of the OSC to the courts, when this factor is considered with all the other factors, an intermediate standard of review is indicated. Accordingly, the standard of review in this case is one of reasonableness.

3. *Did the OSC Make a Reviewable Error?*

(a) The Interpretation of the OSC Decision

The parties to this appeal offer two different interpretations of the OSC reasons for judgment. The proper interpretation depends on how one views the OSC's treatment of the issue of the transactional connection with Ontario and the motive for structuring the transaction as it was done in this case. The appellant argues that the OSC "adopted a transactional nexus as a jurisdictional precondition" and "imposed an alternative prerequisite" by requiring "proof of a conscious motive to evade regulation as a precondition to the exercise of its public interest jurisdiction". The appellant argues that by failing to consider other factors affecting an assessment of the public interest the OSC "failed or refused to carry out the mandate vested in it by the Legislature". In contrast, the respondents argue that the OSC considered the transactional connection as one of many factors relevant to the exercise of its discretion, and that it was appropriate for the OSC to consider motive as a factor in deciding whether it would exercise its public interest jurisdiction in this case.

conséquent, même en l'absence d'une clause privative mettant les décisions de la CVMO à l'abri du contrôle judiciaire, l'expertise relative de cet organisme dans la réglementation des marchés financiers, l'objet de la Loi dans son ensemble et du par. 127(1) en particulier, et la nature du problème soumis à la CVMO penchent pour un degré de retenue judiciaire élevé. Il faut toutefois tenir compte d'un autre facteur, à savoir le fait que la Loi prévoit un droit d'interjeter appel de la décision de la CVMO devant les tribunaux; lorsque ce facteur est pris en considération avec tous les autres facteurs, c'est une norme de contrôle intermédiaire qui semble indiquée. En l'espèce, la norme de contrôle est donc celle du caractère raisonnable.

3. *La CVMO a-t-elle commis une erreur donnant ouverture au contrôle judiciaire?*

(a) L'interprétation de la décision de la CVMO

Les parties au pourvoi font valoir deux interprétations différentes des motifs de la décision de la CVMO. L'interprétation juste dépend de notre perception de la façon dont la CVMO a traité la question du lien transactionnel avec l'Ontario et la motivation à l'origine du choix de la structure de l'opération en l'espèce. L'appelant prétend que la CVMO [TRADUCTION] « a adopté un rapport transactionnel comme condition préalable à l'exercice de sa compétence » et « imposé un prérequis subsidiaire » en exigeant « la preuve d'une motivation consciente consistant à contourner la réglementation comme condition préalable à l'exercice de sa compétence relative à l'intérêt public ». L'appelant prétend qu'en omettant d'examiner d'autres facteurs ayant une incidence sur la détermination de ce qui était dans l'intérêt public, la CVMO a [TRADUCTION] « omis ou refusé de s'acquitter de la mission que lui a confiée le législateur ». À l'opposé, les intimées prétendent que la CVMO a examiné le lien transactionnel comme l'un des nombreux facteurs pertinents à l'exercice de son pouvoir discrétionnaire, et que la CVMO était fondée à se pencher sur la motivation comme facteur pour décider s'il y avait lieu d'exercer sa compétence relative à l'intérêt public en l'espèce.

51

I agree with Laskin J.A. that “the Commission did not set up any jurisdictional preconditions to the exercise of its discretion” (p. 273). In my view, the erection of such a jurisdictional barrier by the OSC is inconsistent with its having fought in the earlier proceedings for the recognition of its jurisdiction to hear this matter. Furthermore, in its reasons in the present case, the OSC clearly rejected the idea that the transactional connection factor could act as a jurisdictional barrier to the exercise of its public interest discretion. At para. 63, the OSC quoted the decision of McKinlay J.A. in the earlier proceedings rejecting a transactional connection with Ontario as an implied precondition to the exercise of its s. 127 jurisdiction. The OSC then continued, at para. 64:

... we regard this statement as a refusal to impose a “sufficient Ontario connection” as a jurisdictional requirement which must be satisfied in any clause 127(1)3 proceedings before the Commission’s discretion arises, thus leaving it to the Commission to make the necessary discretionary determination unencumbered by any a priori requirement imposed by the court as a matter of interpretation of the statutory provision.

52

Moreover, at para. 68 of its reasons, rather than raising “transactional connection” as a jurisdictional barrier, the OSC identified the transactional connection with Ontario as one of several relevant factors to be considered in determining whether to exercise its public interest discretion, including, *inter alia*, the motive behind the structure of the transaction at issue:

Were the transactions before us “clearly abusive of investors and of the capital markets,” to quote *Canadian Tire*? Were they “clearly designed to avoid the animating principles behind [the take-over bid] legislation and rules,” to quote the same decision? Were they “clearly abusive of the integrity of the capital markets, which have every right to expect that market participants . . .

Je partage l’avis du juge Laskin selon lequel [TRADUCTION] « la Commission n’a établi aucune condition juridictionnelle préalable à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire » (p. 273). Selon moi, l’établissement d’une telle barrière à l’exercice de sa compétence serait en contradiction avec la fermeté avec laquelle la CVMO a lutté, au cours des procédures antérieures, afin de faire reconnaître sa compétence pour connaître de cette matière. De plus, dans ses motifs en l’espèce, la CVMO a clairement rejeté l’idée selon laquelle le facteur du lien transactionnel pouvait agir comme une entrave juridictionnelle à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire relatif à l’intérêt public. Au paragraphe 63, la CVMO cite la décision rendue par le juge McKinlay de la Cour d’appel, dans les procédures antérieures, rejetant l’hypothèse selon laquelle un lien transactionnel avec l’Ontario serait une condition préalable implicite à l’exercice de sa compétence en vertu de l’art. 127. Et la CVMO de poursuivre en ces termes, au par. 64 :

[TRADUCTION] . . . nous voyons dans cette déclaration un refus d’imposer un « lien suffisant avec l’Ontario » comme exigence relative à la compétence à laquelle il faut satisfaire dans toute poursuite fondée sur la disposition 3 du par. 127(1) pour que le pouvoir discrétionnaire de la Commission soit applicable, de sorte qu’il appartient à la Commission de décider d’exercer son pouvoir discrétionnaire lorsque cela est nécessaire, sans être entravée par une exigence préliminaire que lui imposerait un tribunal par suite de son interprétation de cette disposition législative.

De plus, au par. 68 de ses motifs, plutôt que de soulever le « lien transactionnel » avec l’Ontario comme une entrave juridictionnelle, la CVMO l’a identifié comme un facteur parmi plusieurs facteurs pertinents sur lesquels elle doit se pencher lorsqu’elle est appelée à déterminer s’il y a lieu d’exercer son pouvoir discrétionnaire relatif à l’intérêt public, y compris la motivation qui sous-tend la structuration de l’opération en cause :

[TRADUCTION] Les opérations dénoncées étaient-elles « clairement abusives envers les investisseurs et les marchés financiers », pour reprendre les termes de la décision *Canadian Tire*? Étaient-elles « clairement conçues de façon à contourner les principes directeurs qui sous-tendent la Loi et les règles [régissant les offres d’achat visant à la mainmise] », pour citer la même

will adhere to both the letter and the spirit of the rules that are intended to guarantee equal treatment of offer-ees in the course of a take-over bid, no matter by whom the bid is made” and is the result “manifestly unfair to the public minority shareholders . . . who lose the opportunity to tender their shares . . . at a substantial premium” to quote *H.E.R.O.*? And finally, does “the transaction in question [have] a sufficient Ontario connection or ‘nexus’ to warrant intervention to protect the integrity of the capital markets in the province”, to quote that decision?

Although in its reasoning, the OSC placed significant weight on the transactional connection factor, it did not, as alleged by the appellant, stop the inquiry upon finding there was an insufficient transactional connection with Ontario. Furthermore, in this respect, it was appropriate for the OSC to consider, as a factor relevant to the determination of whether to exercise its public interest jurisdiction in this case, the presence or absence of a motivation to structure the transaction so as to make what was essentially an Ontario transaction appear to be a non-Ontario transaction. In effect, the OSC found that what could otherwise appear to be the absence of an Ontario connection might be overcome by a finding that a transaction was improperly and deliberately structured so as to give such an appearance.

The Court of Appeal correctly confirmed that it was appropriate for the OSC to consider motive as a factor in deciding whether it would exercise its public interest jurisdiction (at p. 277):

The Commission also reasonably considered whether Québec and SNA intended to avoid Ontario law as relevant to the exercise of its discretion under s. 127(1)3. As I have already said, the purpose of an order under that section is to protect the Ontario capital markets by removing a participant who, based on past misconduct, represents a continuing or future threat to the integrity of these markets. Therefore, the Commission could not focus only on the effect of the transaction. This transaction was lawful. The Commission had to consider

décision? Portaient-elles « clairement atteinte à l’intégrité des marchés financiers, qui ont absolument le droit de s’attendre à ce que les personnes qui participent aux marchés . . . respectent l’esprit tout autant que la lettre des règles cherchant à garantir un traitement égal aux sollicités dans le cadre d’une offre d’achat visant à la mainmise, quelle que soit la personne qui présente l’offre », et le résultat est-il « manifestement injuste envers les actionnaires minoritaires publics . . . qui perdent l’occasion d’offrir leurs actions . . . à un prix substantiel », pour reprendre la décision *H.E.R.O.*? Enfin, « l’opération en cause a-t-elle un lien ou un “rapport” suffisant avec l’Ontario pour justifier une intervention visant à protéger l’intégrité des marchés financiers dans la province », pour citer cette décision?

Même si, dans son raisonnement, la CVMO a accordé un poids significatif au facteur du lien transactionnel, elle n’a pas, ainsi que le prétend l’appelant, mis fin au processus d’examen immédiatement après avoir conclu au caractère insuffisant du lien transactionnel avec l’Ontario. De plus, à cet égard, la CVMO était fondée à considérer, comme facteur pertinent pour décider s’il y a lieu d’exercer sa compétence relative à l’intérêt public en l’espèce, l’existence ou l’absence d’une volonté de structurer l’opération de façon à donner à une opération essentiellement ontarienne l’apparence d’une opération étrangère. En fait, la CVMO a conclu qu’il est possible de réfuter ce qui pourrait autrement paraître une absence de lien avec l’Ontario par une conclusion portant qu’une opération a été structurée de façon irrégulière et intentionnelle pour créer une telle apparence.

La Cour d’appel a confirmé à bon droit que la CVMO était fondée à considérer la motivation comme un facteur pour décider s’il y avait lieu d’exercer sa compétence relative à l’intérêt public (à la p. 277) :

[TRADUCTION] La Commission a aussi raisonnablement considéré la question de savoir si le Québec et la SNA cherchaient intentionnellement à éviter le droit de l’Ontario comme un facteur pertinent à l’exercice de son pouvoir discrétionnaire en vertu de la disposition 3 du par. 127(1). Ainsi qu’il a été mentionné plus haut, l’objet visé par une ordonnance rendue en vertu de cet article est de protéger les marchés financiers en Ontario en retirant tout participant qui, par son inconduite passée, présente une menace continue ou future pour l’intégrité

53

54

whether the Québec Government deliberately attempted to avoid the requirements of the Act

Therefore, Québec's intention was relevant.

55 The OSC did not identify motive as a precondition to the exercise of its public interest jurisdiction. On the contrary, the OSC held that it could consider motive as a factor in deciding whether to exercise the jurisdiction that it clearly had. Indeed, the OSC saw motive as a factor that might prompt it to make an order that it may not otherwise have made. Rather than a limitation on jurisdiction, the OSC considered motive as enlarging the circumstances under which the public interest would warrant intervention.

56 In summary, I agree with Laskin J.A. that “[the OSC] did not consider a transactional connection and an intention to avoid Ontario law to be, as the Divisional Court contended, jurisdictional barriers or preconditions to an order under s. 127(1)3 of the Act” (pp. 277-78). The OSC clearly and properly rejected the argument that its public interest jurisdiction was subject to an implicit precondition. In analyzing the appellant's application for a remedy under s. 127(1), para. 3, the OSC proceeded by identifying and considering several factors relevant to the exercise of its discretion under that provision. The transactional connection with Ontario and the motive behind the structure of the transaction were two of several factors considered. I also agree with Laskin J.A. that the OSC “took into account and indeed gave prominence to factors that were relevant to the exercise of its discretion. It weighed those factors and made findings of fact on them . . .” (p. 273). Therefore, properly interpreted, the OSC decision did not adopt any jurisdictional preconditions, but instead exercised the

de ces marchés. Par conséquent, la Commission ne peut limiter son examen au seul effet de l'opération. Cette opération était légale. La Commission était tenue d'examiner la question de savoir si le gouvernement du Québec a tenté délibérément d'échapper aux exigences de la Loi

L'intention du Québec était donc pertinente.

La CVMO n'a pas considéré la motivation comme une condition préalable à l'exercice de sa compétence relative à l'intérêt public. Au contraire, la CVMO a statué qu'elle pouvait considérer la motivation comme un facteur lui permettant de décider s'il y avait lieu d'exercer la compétence qu'elle avait clairement. En fait, la CVMO a perçu la motivation comme un facteur qui pourrait la convaincre de rendre une ordonnance qu'autrement elle n'aurait peut-être pas rendue. Plutôt qu'une entrave à sa compétence, la CVMO a considéré la motivation comme un moyen d'étendre la gamme des circonstances dans lesquelles l'intérêt public pourrait justifier son intervention.

En résumé, je partage l'avis du juge Laskin selon lequel [TRADUCTION] « [la CVMO] n'a pas considéré un lien transactionnel et une intention d'échapper au droit de l'Ontario, ainsi que l'a prétendu la Cour divisionnaire, comme des entraves ou des conditions préalables juridictionnelles à la délivrance d'une ordonnance en vertu de la disposition 3 du par. 127(1) de la Loi » (p. 277-278). La CVMO a clairement et à bon droit rejeté l'argument selon lequel sa compétence relative à l'intérêt public était assujettie à une condition préalable implicite. Dans son analyse de la demande de réparation présentée par l'appelant sous le régime de la disposition 3 du par. 127(1), la CVMO a identifié et examiné plusieurs facteurs pertinents relativement à l'exercice du pouvoir discrétionnaire que lui confère cette disposition. Le lien transactionnel avec l'Ontario et la motivation sous-tendant la structuration de l'opération constituaient deux des nombreux facteurs examinés. Je partage aussi l'avis du juge Laskin selon lequel la CVMO a [TRADUCTION] « pris en considération, voire souligné, des facteurs qui étaient pertinents relativement à l'exercice de son pouvoir discrétionnaire. Elle a apprécié ces facteurs et tiré à leur égard des

discretion that is incidental to its public interest jurisdiction.

(b) Was the OSC Decision Reasonable?

The OSC was cautious in the application of its public interest jurisdiction in this case. This approach was informed by the OSC's previous jurisprudence and by four legitimate considerations inherent in s. 127 itself: (i) the seriousness and severity of the sanction applied for, (ii) the effect of imposing such a sanction on the efficiency of, and public confidence in Ontario capital markets, (iii) a reluctance to use the open-ended nature of the public interest jurisdiction to police out-of-province activities, and (iv) a recognition that s. 127 powers are preventive in nature, not remedial.

As noted above, in reaching its decision in this case, the OSC relied on its previous jurisprudence in *Canadian Tire, supra*, and *H.E.R.O., supra*, to identify the relevant factors to be considered. The OSC found that "the actions of the Quebec Government and SNA failed to comply with the spirit underlying the take-over bid rules of the Act . . ." (para. 71). However, the OSC did not, on the evidence, conclude that the transaction in this case was intentionally structured to avoid Ontario law (at para. 73):

We were not presented with any evidence that the transaction which finally occurred was structured so as to make an Ontario transaction appear to be a non-Ontario one. This is not the case, like *Canadian Tire*, of "transactions that are clearly designed to avoid the animating principles behind" Ontario's take-over bid legislation and rules. The evidence was clear that the principal (and so far as the evidence went, the sole) purpose for structuring the transaction in its final form was the

conclusions de fait . . . » (p. 273). Par conséquent, une interprétation juste de sa décision révèle que la CVMO n'a pas adopté de conditions préalables juridictionnelles, mais a plutôt exercé le pouvoir discrétionnaire accessoire à sa compétence relative à l'intérêt public.

(b) La décision de la CVMO était-elle raisonnable?

La CVMO a fait preuve de circonspection dans l'application de sa compétence relative à l'intérêt public en l'espèce. Cette méthode s'inspirait de la jurisprudence de la CVMO ainsi que de quatre considérations légitimes inhérentes à l'art. 127 lui-même : (i) la gravité et la rigueur de la sanction demandée, (ii) l'effet qu'aurait l'application d'une telle sanction sur l'efficacité des marchés financiers en Ontario ainsi que sur la confiance du public en ceux-ci, (iii) une réticence à invoquer la nature indéterminée de la compétence relative à l'intérêt public pour réglementer des activités qui se déroulent hors de la province, et (iv) la reconnaissance du fait que les pouvoirs conférés par l'art. 127 sont de nature préventive et non réparatrice.

Ainsi qu'il a été mentionné plus haut, pour trancher la présente espèce, la CVMO s'est fondée sur sa jurisprudence dans les affaires *Canadian Tire* et *H.E.R.O.*, précitées, pour identifier les facteurs pertinents à examiner. Elle a conclu que [TRADUCTION] « les actes du gouvernement du Québec et de la SNA n'ont pas respecté l'esprit qui sous-tend les règles relatives aux offres d'achat visant à la mainmise édictées dans la Loi . . . » (par. 71). La CVMO n'a toutefois pas conclu, à la lumière de la preuve, que l'opération en cause avait été structurée intentionnellement de façon à contourner le droit ontarien (au par. 73) :

[TRADUCTION] On ne nous a présenté aucune preuve établissant que l'opération qui a finalement eu lieu était structurée de façon à donner à une opération ontarienne l'apparence d'une opération étrangère. Il ne s'agit pas, comme c'était le cas dans l'affaire *Canadian Tire*, « d'opérations qui sont clairement conçues de façon à éviter les principes directeurs qui sous-tendent » la législation et les règles de l'Ontario régissant les offres d'achat visant à la mainmise. La preuve a établi claire-

57

58

minimisation of taxes on the profit received by GD Canada and GD U.S. In our view, the structuring of the transaction was not abusive of the integrity of the capital markets of this province, and cannot be relied on to provide the required nexus.

This finding of fact is reasonable and supported by the evidence.

59 Granted, the OSC did find that “the actions of the Quebec Government and SNA . . . were abusive of the minority shareholders of Asbestos and were manifestly unfair to them” (para. 71). However, whether a s. 127(1) sanction is warranted depends on a consideration of all of the relevant factors together. In this case, the OSC also found that the capital markets in general, and the minority shareholders of Asbestos in particular, were not materially misled by the statements of Quebec’s Minister of Finance respecting the prospect of a follow-up offer. This finding is supported by the evidence, including the several published reports that recommended caution and characterized an investment in Asbestos as speculative. In this case, such a finding can and did properly inform the OSC’s discretion under s. 127.

60 In addition, consistent with the two purposes of the Act described in s. 1.1 and because s. 127(1) sanctions are preventive in nature, it was open to the OSC to give weight to the fact that there has been no abuse of investors or other misconduct by the province of Quebec or SNA in the 13 years since the transaction at issue in this appeal. The OSC was also entitled to give weight to the fact that the removal of the province’s exemptions is a very serious response that could have negative repercussions on other investors and the Ontario capital markets in general.

ment que le motif principal (voire l’unique motif démontré par la preuve) de la structuration de l’opération dans sa forme finale était la réduction des impôts sur le profit réalisé par GD Canada et GD U.S. À notre avis, la structuration de l’opération n’a pas porté atteinte à l’intégrité des marchés financiers de cette province, et elle ne peut être invoquée pour établir le rapport nécessaire.

Cette conclusion de fait est raisonnable et elle est étayée par la preuve.

La CVMO a, il est vrai, conclu que [TRADUCTION] « les actes du gouvernement du Québec et de la SNA . . . étaient abusifs envers les actionnaires minoritaires d’Asbestos et étaient manifestement injustes à leur égard » (par. 71). Toutefois, la question de savoir s’il y a lieu d’appliquer une sanction sous le régime du par. 127(1) exige un examen de tous les facteurs pertinents ensemble. Dans la présente espèce, la CVMO a aussi conclu que les marchés financiers en général et les actionnaires minoritaires d’Asbestos en particulier n’avaient pas été sensiblement induits en erreur par les déclarations du ministre des Finances du Québec au sujet de la présentation éventuelle d’une offre complémentaire. Cette conclusion est étayée par la preuve, y compris plusieurs rapports publiés recommandant la prudence et caractérisant un investissement dans la société Asbestos comme de nature spéculative. En l’espèce, une telle conclusion pouvait orienter et a effectivement orienté, à bon droit, l’exercice du pouvoir discrétionnaire dont la CVMO est investie par l’art. 127.

De plus, conformément aux deux objets de la Loi décrits à l’art. 1.1 et en raison de la nature préventive des sanctions visées au par. 127(1), il était loisible à la CVMO d’accorder du poids au fait que les 13 ans qui ont suivi l’opération en cause n’ont donné lieu à aucune conduite abusive à l’endroit des investisseurs ni à quelque autre conduite incorrecte de la part de la province de Québec ou de la SNA. La CVMO pouvait aussi accorder du poids au fait que le retrait des dispenses de la province est une mesure très grave qui pourrait avoir des incidences négatives sur d’autres investisseurs et sur les marchés financiers en Ontario en général.

Furthermore, the OSC did not find that there was no transactional connection with Ontario in this case, but that the transactional connection was insufficient to justify its intervening in the public interest. As noted by Chairman Beck in his dissenting opinion in *Re Asbestos Corp.* (1988), 11 O.S.C.B. 3419, a review of the OSC decisions on s. 124 (now s. 127) indicates that there has been careful use of the public interest jurisdiction and that in each case there was a clear and direct transactional connection with Ontario, contrary to the facts here: see *H.E.R.O., supra*; *Re Atco Ltd.* (1980), 15 O.S.C.B. 412; *Re Electra Investments (Canada) Ltd.* (1983), 6 O.S.C.B. 417; *Re Turbo Resources Ltd.* (1982), 4 O.S.C.B. 403C; *Re Genstar Corp.* (1982), 4 O.S.C.B. 326C.

It is true that the OSC placed significant emphasis on the transactional connection factor. However, it was entitled to do so in order to avoid using the open-ended nature of s. 127 powers as a means to police too broadly out-of-province transactions. Capital markets and securities transactions are becoming increasingly international: see *Global Securities Corp. v. British Columbia (Securities Commission)*, [2000] 1 S.C.R. 494, 2000 SCC 21, at paras. 27-28. There are a myriad of overlapping regulatory jurisdictions governing securities transactions. Under s. 2.1, para. 5 of the Act, one of the fundamental principles that the OSC has to consider is that “[t]he integration of capital markets is supported and promoted by the sound and responsible harmonization and co-ordination of securities regulation regimes”. A transaction that is contrary to the policy of the Ontario *Securities Act* may be acceptable under another regulatory regime. Thus, the OSC’s insistence on a more clear and direct connection with Ontario in this case reflects a sound and responsible approach to long-arm regulation and the potential for con-

Par ailleurs, la CVMO n’a pas conclu qu’il n’existait aucun lien transactionnel avec l’Ontario en l’espèce, mais plutôt que le lien transactionnel n’était pas suffisant pour justifier qu’elle intervienne dans l’intérêt public. Ainsi que l’a mentionné le président Beck dans ses motifs de dissidence dans la décision *Re Asbestos Corp.* (1988), 11 O.S.C.B. 3419, il ressort d’une revue des décisions de la CVMO relatives à l’art. 124 (maintenant l’art. 127) que la CVMO a appliqué judicieusement sa compétence relative à l’intérêt public et que, dans chaque affaire, il y avait un lien transactionnel clair et direct avec l’Ontario, ce qui n’est pas le cas en l’espèce : voir *H.E.R.O.*, précité; *Re Atco Ltd.* (1980), 15 O.S.C.B. 412; *Re Electra Investments (Canada) Ltd.* (1983), 6 O.S.C.B. 417; *Re Turbo Resources Ltd.* (1982), 4 O.S.C.B. 403C; *Re Genstar Corp.* (1982), 4 O.S.C.B. 326C.

Il est vrai que la CVMO a particulièrement mis l’accent sur le facteur du lien transactionnel. Il lui était toutefois loisible de le faire afin d’éviter de se servir de la nature indéterminée des pouvoirs conférés par l’art. 127 comme moyen de régler, démesurément, des opérations qui ont lieu à l’extérieur de la province. Les marchés financiers et les opérations boursières deviennent de plus en plus internationaux : voir l’arrêt *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, 2000 CSC 21, par. 27-28. Il existe une myriade de compétences concurrentes en matière de réglementation des opérations sur valeurs mobilières. Aux termes de la disposition 5 de l’art. 2.1 de la Loi, l’un des principes fondamentaux dont la CVMO doit tenir compte est que « [l]’harmonisation et la coordination saines et responsables des régimes de réglementation des valeurs mobilières favorisent l’intégration des marchés financiers ». Une opération qui est contraire à la politique de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l’Ontario peut être acceptable dans un autre régime de réglementation. Par conséquent, l’insistance de la CVMO pour qu’il y ait un lien plus clair et direct avec l’Ontario reflète une approche juste et responsable à l’égard de la réglementation à longue portée et des possibilités de conflits entre les différents régimes de régle-

61

62

flict amongst the different regulatory regimes that govern the capital markets in the global economy.

63 In summary, the reasons of the OSC in this case were informed by the legitimate and relevant considerations inherent in s. 127(1) and in the OSC's previous jurisprudence on public interest jurisdiction. The findings of fact made by the OSC were reasonable and supported by the evidence. I conclude that the decision of the OSC in this case was reasonable and therefore should not be disturbed.

64 For the foregoing reasons, I would dismiss the appeal with costs.

Appeal dismissed with costs.

Solicitors for the appellant: Borden Ladner Gervais, Ottawa.

Solicitors for the respondent Her Majesty in Right of Quebec: Torys, Toronto.

Solicitor for the respondent Ontario Securities Commission: The Ontario Securities Commission, Toronto.

Solicitors for the respondent Société nationale de l'amiante: Blake, Cassels & Graydon, Toronto.

mentation régissant les marchés financiers dans l'économie mondiale.

En résumé, les motifs de la CVMO dans la présente espèce étaient inspirés par les considérations légitimes et pertinentes inhérentes au par. 127(1) et à la jurisprudence de la CVMO portant sur la compétence relative à l'intérêt public. Les conclusions de fait tirées par la CVMO étaient raisonnables et étayées par la preuve. Je conclus que la décision de la CVMO en l'espèce était raisonnable et qu'elle ne devrait donc pas être réformée.

Pour les motifs qui précèdent, je rejeterais le pourvoi avec dépens.

Pourvoi rejeté avec dépens.

Procureurs de l'appelant: Borden Ladner Gervais, Ottawa.

Procureurs de l'intimée Sa Majesté du chef du Québec: Torys, Toronto.

Procureur de l'intimée la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario: La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Toronto.

Procureurs de l'intimée la Société nationale de l'amiante: Blake, Cassels & Graydon, Toronto.