

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

SECTION CIVILE

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

Rapport présenté par le groupe de travail
à la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada, section civile

Les idées ou les conclusions énoncées dans le présent document, notamment les propositions concernant le libellé de la loi et les commentaires ou recommandations, n'ont pas été adoptées par la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada.

Halifax (Nouvelle-Écosse)
Août 2010

Table des matières

1. Introduction.....	1
2. Sommaire	2
3. Contexte	5
3.1 Qu’entend-on par actes de fiducie?.....	5
3.2 Le statut unique et la protection des actes de fiducie.....	9
3.3 Lois canadiennes relatives aux actes de fiducie.....	11
4. Loi américaine sur les actes de fiducie	12
4.1 Introduction.....	12
4.2 Législation américaine régissant les valeurs mobilières	12
4.3 La promulgation de la <i>Trust Indenture Act of 1939</i>	14
4.4 Comment fonctionne la <i>Loi de 1939</i>	18
4.5 La réforme de 1990 de la <i>Loi de 1939</i>	21
4.6 Abrogation proposée de la loi américaine en 1995.....	23
5. Législation canadienne.....	24
5.1 Le Rapport Lawrence.....	24
5.2 Le Rapport Dickerson	26
5.3 Droit canadien actuel	28
5.3.1 Modèle fédéral : Loi canadienne sur les sociétés par actions	28
5.3.2 Loi sur les sociétés par actions de l’Ontario	32
5.3.3 La British Columbia Business Corporations Act.....	34
5.3.4 Autres territoires	36
6. La nécessité d’une réglementation et d’une législation uniforme	36
7. Recommandations et conclusions.....	41
8. Modifications considérées mais non recommandées.....	55
9. Résumé des recommandations.....	57

1. Introduction

[1] Lors de la rencontre annuelle d'août 2009 de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada (CHLC), celle-ci a approuvé un projet d'étude et un rapport sur les dispositions des actes de fiducie qui sont énoncées dans certaines lois sur les sociétés au Canada. Un groupe de travail a été formé pour se pencher sur les approches possibles permettant d'élaborer une loi uniforme sur les actes de fiducie (les « dispositions uniformes »).

[2] Comme nous l'expliquons de façon détaillée ci-dessous, les actes de fiducie constituent un mécanisme pratique utilisé dans le cadre du financement commercial pour simplifier la question et la gestion des titres de créance visant de nombreux investisseurs. Les actes de fiducie comportent des aspects du droit des sociétés, du droit des valeurs mobilières, du droit des fiducies et du droit des contrats. En outre, il est souvent nécessaire pour les émetteurs canadiens de tenir compte des lois et des pratiques américaines applicables dans ce domaine. Une meilleure compréhension des questions de réglementation découlant du financement des actes de fiducie nécessite également de considérer la théorie élémentaire des prix, telle qu'elle s'applique en matière de financement commercial et des entreprises. Compte tenu de la nature interdisciplinaire du sujet, le groupe de travail se compose de spécialistes, d'organismes de réglementation, de professeurs de droit et de dirigeants internes de sociétés de fiducie, qui exercent dans ces domaines ou qui y travaillent.

[3] Ce qui suit est le rapport du groupe de travail sur le contenu possible des dispositions uniformes.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

Voici les membres du groupe de travail :

George Bragg, vice-président, BNY Trust Company of Canada, Toronto

Wayne Gray, associé, McMillan LLP (secrétaire), Toronto

Coleen Kirby, gestionnaire, section des politiques, Industrie Canada, Ottawa

Geralyn Krowles, gestionnaire de compte, CIBC Mellon, Toronto

Kevin McGuinness, Barrister & Solicitor (rapporteur principal), Stoney Creek

Gordon G. Raman, associé, Borden Ladner Gervais S.R.L., S.E.N.C.R.L., Toronto

Stéphane Rousseau, professeur agrégé, Université de Montréal, Montréal

Trevor Scott, associé, Farris, Vaughan, Wills & Murphy LLP, Vancouver

Philippe Tardif, associé, Borden Ladner Gervais S.R.L., S.E.N.C.R.L. (président), Toronto

2. Sommaire

[4] Les lois qui régissent les actes de fiducie sont exclusives à l'Amérique du Nord. Il n'existe aucune loi correspondante en vigueur au Royaume-Uni¹, en Australie ou dans l'Union européenne². Les lois canadiennes s'inspirent largement de la *Trust Indenture Act of 1939* des États-Unis, bien que son champ d'application ne soit pas aussi large. Ces lois doivent être considérées comme faisant partie d'un éventail plus large de recours législatifs conçus pour protéger les investisseurs en matière de titres de créances.

[5] L'argument soulevé pour réglementer les actes de fiducie n'est pas persuasif. Néanmoins, il existe des preuves suffisantes dans l'historique qui indiquent du moins qu'un degré minimal de réglementation pourrait être bénéfique. De plus, tant et aussi longtemps que la

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

Trust Indenture Act of 1939 des États-Unis demeure en vigueur, il semblerait qu'il y aurait un certain bénéfice à maintenir en vigueur les lois canadiennes correspondantes.

[6] Il existe peu de preuves dans la jurisprudence, ou dans les décisions publiées dont nous avons pris connaissance, pour prétendre que le régime réglementaire actuel nécessite un élargissement.

Nous recommandons un certain nombre de changements qui simplifieraient et harmoniseraient l'administration des lois actuelles. Ceci inclut ce qui suit :

- L'utilisation des actes de fiducie dans le marché des valeurs mobilières devrait continuer à être réglementée tant et aussi longtemps que les actes de fiducie demeurent réglementés aux États-Unis.
- La cohérence des marchés financiers au Canada signifie que tous les territoires canadiens devraient se doter d'une loi modèle uniforme (ou substantiellement harmonisée).
- Les dispositions devraient s'appliquer à tous les actes de fiducie, quel que soit le domicile ou la nature de l'émetteur, s'il distribue ses obligations dans une province ou un territoire en particulier (dans le cadre d'un appel public à l'épargne). Le défaut de réglementer les émetteurs publics est anormal. Les obligations émises par les émetteurs publics présentent exactement le même type de risque que celles émises au public investisseur. S'il est nécessaire de

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

réglementer les fiduciaires d'obligations de société, il est tout aussi nécessaire de réglementer tous les fiduciaires d'obligations.

- Les dispositions pertinentes sur les actes de fiducie prévues dans les lois sur les sociétés devraient être transférées dans les lois pertinentes sur les valeurs mobilières car les actes de fiducies supposent en règle générale la distribution de valeurs mobilières.
- Les exigences particulières du régime réglementaire devraient être gérées par un organisme subsidiaire comparable au système des Normes canadiennes des Autorités canadiennes en valeurs mobilières³. Cette approche assurerait une souplesse considérable, ce qui peut se révéler grandement utile si des problèmes survenaient, et il en découlerait une plus grande uniformité parmi les territoires participants.
- Dans la mesure où il est confirmé que les lois sur les valeurs mobilières régissant la distribution de celles-ci relèvent de la compétence fédérale, les dispositions sur les actes de fiducie devraient être ajoutées au moyen d'une modification aux lois visées.
- Un régime uniforme et réciproque d'exemptions devrait s'appliquer, de telle manière que les émetteurs ne seraient assujettis qu'à un seul régime législatif régissant les actes de fiducie.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

- Des exemptions générales (ou exceptions objectives) devraient être créées pour les émissions d'obligations couvertes principalement par les lois des autres territoires qui se sont dotés de lois comparables.
- Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières devraient avoir le pouvoir d'accorder réparation en ce qui concerne l'application des dispositions sur les actes de fiducie au cas par cas.
- La conformité aux exigences réglementaires devrait être requise dès qu'il y a dépôt d'un prospectus visant les obligations auxquelles les actes de fiducie sont liés.
- La loi uniforme devrait inclure les dispositions de fond de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et de la *Loi sur les sociétés par actions* (Ontario).

3. Contexte

3.1 Qu'entend-on par actes de fiducie?

[7] Les entreprises réunissent du financement en émettant différentes catégories d'instruments financiers : des actions, des titres de créance ou des instruments hybrides connus comme étant du financement secondaire, lesquels comportent à la fois les caractéristiques des emprunts et des capitaux propres. Un mode courant pour réunir du financement par emprunt est d'émettre des obligations, des billets à ordre ou des débentures. Dans le langage du financement

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

des sociétés, les termes obligations, débentures et billets à ordre sont souvent utilisés de manière interchangeable. Aux fins du présent rapport, il n'est pas nécessaire de faire de distinction entre les obligations, les billets à ordre et les débentures auxquels un acte de fiducie se rattache. Pour simplifier les choses, nous désignerons ces titres de créance comme des « obligations ». Les titulaires de ces titres de créance seront désignés comme des « créanciers obligataires ». Les sociétés affiliées à l'émetteur peuvent également fournir des garanties, auquel cas les garants peuvent accorder des sûretés accessoires sur leurs propres actifs respectifs.

[8] Lorsqu'on prévoit qu'il y aura plus qu'une poignée d'investisseurs qui détiendront les obligations, il peut être souhaitable d'émettre des obligations aux termes d'un acte de fiducie⁴. Un acte de fiducie est un acte ou un document similaire aux termes duquel l'émetteur ou le garant de certains titres de créance nomme une deuxième personne pour agir à titre de fiduciaire de ces titres de créance. Au Canada, les fiduciaires désignés par l'acte constitutif sont des sociétés de fiducie titulaires de permis. On a recours aux services de ces fiduciaires institutionnels car un fiduciaire d'obligations de sociétés doit compter sur un personnel et des systèmes adéquats pour exécuter efficacement ses tâches et se conformer aux exigences réglementaires applicables en matière d'obligations et sur le plan fiduciaire et contractuel. Lorsqu'on préconise l'approche de l'acte de fiducie, l'obligation en soi constitue simplement une promesse par l'emprunteur de payer un montant de capital particulier à une date précise, ainsi que l'intérêt à une date précise, conformément aux modalités et sous réserve des conditions de l'acte de fiducie. Le recours aux services de fiduciaires désignés par l'acte constitutif a été expliqué de la façon suivante⁵ :

[TRADUCTION]

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

Les créanciers obligataires peuvent rarement agir comme un groupe homogène, car l'identité des créanciers individuels change constamment, les obligations d'État étant négociées activement, et l'investissement de ces créanciers obligataires individuels est susceptible d'être relativement faible, minimisant ainsi l'incitation économique visant à encourager la prise de mesures ou la coopération. La coutume et la loi ont fourni une solution partielle à ce problème : pour chaque émission d'obligations d'État, un fiduciaire désigné par l'acte constitutif —le terme anglais pour désigner cet acte provient du terme traditionnel « indenture » donné à un contrat de prêt régissant l'émission d'une obligation d'État—est nommé pour agir à titre de mandataire pour le compte des créanciers obligataires collectivement.

[9] L'émission d'obligations aux termes d'un acte de fiducie est importante pour notre économie. Les actes de fiducie permettent aux sociétés émettrices, au gouvernement et autres émetteurs de titres de créance à grande échelle de réunir d'importants capitaux en empruntant de plus ou moins petites sommes d'argent auprès d'un grand nombre d'investisseurs selon des modalités identiques. Souvent, ces investisseurs sont dispersés sur le plan géographique. En préconisant le financement par acte de fiducie, le coût des fonds pour ces émetteurs d'obligations s'en trouve réduit. Le financement par acte de fiducie permet également aux investisseurs à plus petite échelle d'investir dans des titres émis par des émetteurs de premier ordre. En effet, le véhicule que constitue l'acte de fiducie offre un autre mode de financement par emprunt et une solution de rechange pour les investisseurs souhaitant miser sur de nouvelles occasions d'investissement.

[10] La nécessité générale d'avoir recours à des accords d'acte de fiducie s'explique aisément de la façon suivante. Posons par exemple l'hypothèse que la société ABC Limitée souhaite réunir 250 millions de dollars dans le cadre d'un placement d'obligations. Elle propose de garantir ce titre de créance au moyen d'une hypothèque de premier rang amortie sur 25 ans sur un certain nombre d'usines, d'entrepôts et commerces de détail dispersés aux quatre coins du Canada. Pour s'assurer que les obligations se négocient sur un marché secondaire (afin d'améliorer leur liquidité, et par conséquent, leur attrait en tant qu'investissement), ABC propose également

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

d'émettre une série d'obligations dont chacune d'entre elles étant sur un pied d'égalité (ou « *pari passu* ») avec toutes les autres obligations de la série ayant trait au droit au paiement et aux autres droits, y compris ceux qui se rattachent aux valeurs mobilières. Chaque obligation de la série a un prix d'émission de 250 000 \$, ce qui signifie que seules 1 000 de ces obligations seront émises. Même si tous les titulaires de ces obligations convenaient de détenir leurs obligations pendant toute la période de 25 ans, en pratique, il serait déraisonnable d'enregistrer tous les créanciers obligataires en tant que créanciers hypothécaires. En outre, pour une entreprise en exploitation, il est souvent nécessaire de disposer d'une méthode rapide pour gérer les biens visés dans le cours normal des activités de l'entreprise. L'entreprise peut fermer une usine et décider d'en ouvrir une autre. Le premier emplacement de l'usine sera vendu. Le deuxième emplacement sera ajouté à la liste des biens immobiliers mis en garantie. Étant donné qu'il est peu pratique de négocier avec 1 000 créanciers obligataires dans de telles circonstances, une seule personne-ressource entre ABC et les créanciers s'avère donc nécessaire, ce qui permettra à ABC d'exploiter son entreprise en temps utile et de manière efficace. C'est le fiduciaire désigné aux termes de l'acte de fiducie qui est appelé à jouer ce rôle⁶.

[11] Étant donné les nombreuses tâches qu'un fiduciaire est appelé à exécuter, les actes de fiducie sont des instruments complexes et contiennent habituellement des dispositions élaborées régissant un certain nombre de questions. Puisque les investisseurs sont toujours préoccupés par le fait de récupérer les sommes investies, la question du défaut par les émetteurs d'obligations présente un intérêt particulier. L'acte de fiducie doit non seulement définir ce que constitue un défaut, il doit également établir les circonstances et les processus dans le cadre desquels un défaut survient. Cependant, le document traite également de nombreuses questions d'administration courante. L'acte doit donner des directives claires quant à la façon d'aborder

tout événement imprévu. L'acte doit également indiquer comment tout conflit d'intérêts ultérieur doit être traité, et comment les nouveaux fiduciaires seront nommés en cas de besoin⁷.

[12] Sans acte de fiducie, les créanciers obligataires, largement dispersés, éprouvent des difficultés à coordonner non seulement le contrôle de la conformité avec les parties à l'acte de fiducie mais également les actions en justice en cas de défaut. Sauf dans de rares cas exceptionnels, les créanciers obligataires ne négocient pas directement le contenu de l'acte de fiducie ou les obligations sous-jacentes. Ce rôle appartient plutôt à l'émetteur et au syndicaire chef de file qui négocient les modalités de l'acte de fiducie et des obligations. Le syndicaire chef de file souhaite s'assurer que les modalités de l'acte de fiducie et des obligations sont facilement négociables par les investisseurs. Il souhaite également s'assurer que le fiduciaire pourra être à la hauteur de la tâche qui lui est confiée⁸. De plus, comme nous en discutons ci-dessous dans le contexte de la protection spéciale accordée aux fiduciaires, la plupart des actes de fiducie empêchent tout droit d'intenter une action par les créanciers obligataires, à moins que le fiduciaire ne soit avisé au préalable de leur intention d'intenter une action en justice à l'égard de l'obligation.

3.2 Le statut unique et la protection des actes de fiducie

[13] Les fiduciaires désignés aux termes de l'acte constitutif occupent une position fiduciaire par rapport aux créanciers obligataires, mais la portée de leurs fonctions à ce titre est limitée. Il est généralement admis que le concept de fiducie est un concept souple qui varie selon les circonstances de chaque situation. L'application des principes fiduciaires dans le contexte des fiduciaires désignés aux termes d'un acte constitutif de fiducie illustre cet élément de souplesse

que comporte le droit des fiduciaires⁹. Dans la décision *Peak Partners, LP v. Republic Bank*¹⁰, le juge de la cour de circuit Barry a fourni le résumé suivant de la loi relativement aux obligations fiduciaires d'un fiduciaire désigné aux termes d'un acte constitutif.

[TRADUCTION]

C'est un principe élémentaire en droit qu'un fiduciaire a l'obligation fiduciaire stricte de loyauté envers les bénéficiaires de la fiducie. [...] Un fiduciaire désigné aux termes de l'acte constitutif, comme la U.S. Bank, est cependant, une toute autre créature. Contrairement au fiduciaire ordinaire, à qui incombe historiquement des obligations de common law qui lui sont imposées en sus de celles que prévoit la convention de fiducie, un fiduciaire désigné par l'acte constitutif ressemble davantage à une partie intéressée dont les droits et obligations sont définis exclusivement par les termes de l'acte de fiducie. [...] Les règles de common law de l'État de New York impose deux obligations sur un fiduciaire désigné aux termes de l'acte constitutif en plus des autres obligations énoncées dans l'acte de fiducie : (1) un devoir d'éviter les conflits d'intérêts avec les bénéficiaires, [...] et (2) l'obligation d'« exécuter des tâches administratives fondamentales indispensables ».

C'est seulement après un « cas de défaut », tel que ce terme est défini dans l'acte de fiducie, que l'obligation d'un fiduciaire désigné par l'acte de fiducie envers les créanciers de billets à ordre ressemble davantage à celle d'un fiduciaire traditionnel. Dans un tel cas, le fiduciaire désigné par l'acte de fiducie doit « utiliser le même degré de diligence et d'habileté dans [son] exercice qu'utiliserait un homme avisé dans les circonstances dans la conduite de ses propres affaires » tout en exerçant les droits et les pouvoirs que lui confère l'acte de fiducie. [...] Bien que n'étant pas tenu d'agir en dehors des droits et pouvoirs que lui confère l'acte de fiducie, le fiduciaire doit encore, « comme le dicte la prudence, exercer ces prérogatives particulièrement conférées en vue d'assurer l'objectif fondamental de tout acte de fiducie, soit le remboursement de la créance sous-jacente ».

[14] Au Canada et aux États-Unis, il est monnaie courante pour les actes de fiducie d'inclure de nombreuses dispositions qui protègent les fiduciaires contre toute responsabilité. Dans les deux pays, la mesure dans laquelle cette protection peut être accordée est désormais régie par la loi. Les fiduciaires sont généralement protégés par l'exigence que leur soit remis un avis préalable de poursuite. La nécessité d'avoir recours à une telle protection peut être expliquée de la façon suivante¹¹ :

[TRADUCTION]

L'inclusion quasi universelle dans les actes de fiducie de dispositions standards visant à protéger et à exonérer le fiduciaire tient compte des réalités économiques des relations des fiduciaires par rapport aux émissions obligataires. Les fiduciaires sont en règle générale nommés tardivement dans le processus de préparation d'une opération (ce qui leur confère en conséquence une capacité limitée à négocier les conditions) et reçoivent des honoraires relativement peu élevés pour agir à

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

ce titre dans des opérations mettant en jeu d'importantes sommes d'argent. La volonté d'agir du fiduciaire est fondée sur sa compréhension documentée qu'il ne peut engager sa responsabilité dans le cadre de l'opération, sauf pour sa propre négligence ou inconduite volontaire dans l'exercice de ses fonctions prescrites. Ainsi, les fiduciaires exigent une indemnisation et un privilège sur les biens en fiducie pour les dépenses qu'ils ont engagées pour exécuter l'acte de fiducie et se défendre contre les réclamations.

3.3 Lois canadiennes relatives aux actes de fiducie

[15] Comme nous allons l'expliquer plus en détail ci-dessous, des lois régissant les actes de fiducie existent tant au niveau fédéral que provincial au Canada. La législation fédérale figure dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA ») et dans d'autres lois portant sur d'autres formes d'entreprises réglementées (p. ex., les banques ou les sociétés d'assurance). Les parties pertinentes de la LCSA sont reproduites à l'annexe « A » et font l'objet de discussions ci-dessous. Certaines provinces n'ont pas intégré ces dispositions dans leurs lois en matière de droit corporatif. Parmi les provinces qui se sont prévaluées de ces dispositions, il existe des différences en ce qui a trait aux modalités que la législation inclut. La loi de la province d'Ontario est énoncée à l'annexe « A », côte-à-côte avec la LCSA, pour en faciliter la comparaison. Comme nous en discuterons, il existe d'importantes différences dans la loi fédérale par rapport aux lois provinciales. En particulier, les lois de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont un champ d'application plus large, et englobent tous les titres de créance de sociétés émis en vertu d'un acte de fiducie et qui se qualifient à des fins de distribution aux termes d'un prospectus déposé en Ontario ou en Colombie-Britannique, respectivement. À l'opposé, la LCSA et certaines autres lois provinciales sur les sociétés ne traitent que des actes de fiducie émis par des sociétés constituées en vertu de ces lois.

[16] La loi américaine revêt également de l'importance pour bon nombre d'émetteurs canadiens (en particulier les principaux émetteurs de ces instruments) car leurs obligations se négocient sur les marchés financiers américains¹².

4. Loi américaine sur les actes de fiducie

4.1 Introduction

[17] Avant d'aborder de façon détaillée la législation pertinente en vigueur au Canada, il est utile d'examiner le contexte de son adoption. La législation canadienne trouve son origine dans la loi adoptée plus tôt aux États-Unis. Pendant de nombreuses décennies, les marchés de la dette nord-américains ont été fortement intégrés. Ils le sont davantage avec la mondialisation sans cesse croissante des marchés financiers et des valeurs mobilières. Pour cette raison, toute réforme décrétée au Canada relativement aux actes de fiducie devrait tenir compte des exigences de la loi américaine. À défaut de se conformer à de telles exigences, la tâche d'émettre des titres de créance par des émetteurs canadiens pourrait être compliquée, plutôt que facilitée.

4.2 Législation américaine régissant les valeurs mobilières

[18] Aux États-Unis, la réglementation des actes de fiducie est considérée comme faisant partie du régime plus global des lois sur les valeurs mobilières. Au Canada, cette réglementation découle principalement du droit des sociétés. Avant la Grande Crise de septembre 1929, les lois américaines sur les valeurs mobilières émanaient uniquement des États aux termes de ce que l'on

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

désigne comme étant les « Blue Sky Laws » ou les lois contre l'escroquerie en matière de sociétés de placement. C'est l'État du Kansas qui a adopté la première loi Blue Sky en 1911, à l'époque bénie du mouvement populiste dans cet État¹³. La Loi constituait une réponse à des épargnants non avertis qui s'étaient fait vendre par des escrocs des intérêts sans valeur dans des mines véreuses le long des routes de campagne de l'État. Le nom populaire donné à la Loi tenait compte du fait que ces valeurs mobilières n'avaient pour garantie que le « ciel bleu du Kansas »¹⁴. En l'espace de deux ans, 23 États avaient adopté une législation similaire. À la fin de 1923, 45 des 48 États américains avaient emboîté le pas¹⁵.

[19] Le gouvernement fédéral américain prend alors la décision de réglementer les secteurs bancaires et des valeurs mobilières durant l'administration de Franklin D. Roosevelt. L'une des causes de la Grande Crise de 1929 était la surévaluation des actions par rapport au véritable potentiel de profit des sociétés qui les avaient émises. La *Securities Act of 1933* (la « Loi de 1933 ») a été adoptée durant la première année du premier mandat de Roosevelt à la présidence. La Loi prévoit la communication entière de tous les faits matériels, appliquant ainsi la *sunlight theory of regulation* ou théorie de la réglementation éclairée, qui suppose que si les investisseurs reçoivent tous les renseignements nécessaires, ils prendront des décisions plus éclairées en matière d'investissement. Pour reprendre les mots du Department of Financial Institutions de l'État du Wisconsin¹⁶ :

[TRADUCTION]

Le Congrès n'a pas enlevé au citoyen son droit inaliénable de faire un fou de lui-même. Il a simplement cherché à empêcher les autres de se moquer de lui.

La *Loi de 1933* n'a été que la première initiative parmi plusieurs à imposer un plus grand contrôle sur les secteurs bancaires et des valeurs mobilières. La *Securities Act of 1934* (la « *Loi de 1934* ») a été adoptée l'année suivante. La *Loi de 1934* a entre autres donné naissance à la Securities and Exchange Commission (la « SEC »). La SEC se révélait un véhicule nécessaire pour donner effet au régime d'information que la *Loi de 1933* avait créé et pour en assurer la supervision. D'autres modifications réglementaires ont été introduites au cours des années suivantes, après un examen plus approfondi des marchés visés.

4.3 La promulgation de la *Trust Indenture Act of 1939*

[20] La législation fédérale américaine relativement aux actes de fiducie a été l'un de ces changements. En 1936, le président de la SEC nomma un sous-comité chargé d'examiner les investissements effectués aux termes d'actes de fiducie (le « Protective Committee »). L'article 211 de la *Loi de 1934* exigeait de la SEC qu'elle mène diverses études. En 1936, le Protective Committee publia son rapport sur les fiduciaires désignés aux termes d'actes constitutifs (le « rapport de la SEC »)¹⁷. Cette publication donna lieu à une série d'audiences devant le Sénat américain¹⁸, lesquelles entraînèrent en dernier ressort l'adoption d'une loi spéciale, la *Trust Indenture Act of 1939* (la « *Loi de 1939* »), traitant en particulier de la question des actes de fiducie.

[21] Il ne fait aucun doute que la Grande Crise a causé une remontée dans le nombre de défaillances du remboursement de la dette des sociétés, comme le démontre le tableau suivant¹⁹. Cependant, cette remontée des défaillances et les pertes subies par la communauté financière ne

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

faisaient que plaider en faveur d'une réglementation, s'il y avait cependant des raisons de croire que l'une des deux situations suivantes prévalaient :

- la remontée était le résultat de lacunes dans la manière dont ces obligations avaient été émises et gérées, plutôt que des effets catastrophiques de la Grande Crise;
- les pertes subies par les créanciers obligataires étaient attribuables aux pratiques douteuses exercées par des fiduciaires désignés aux termes d'actes constitutifs.

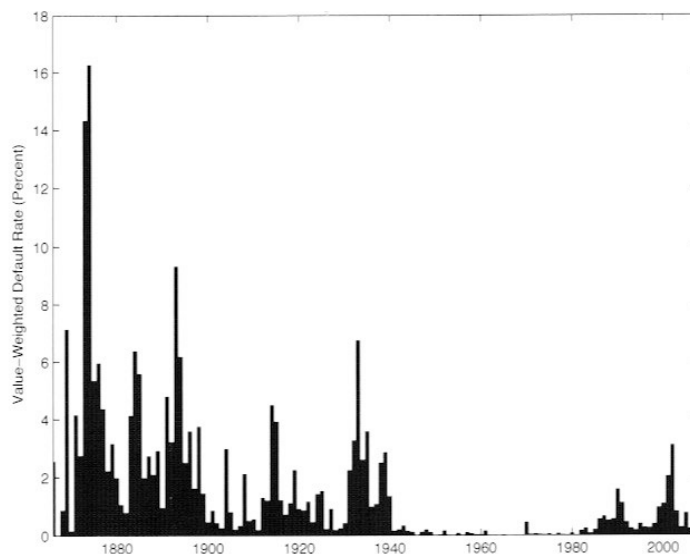


Figure 1. Historical Default Rates. This graph plots the annual value-weighted percentage default rates for bonds issued by domestic nonfinancial firms for the 1866–2008 period.

On remarquera que par suite de l'introduction des réformes de l'ère Roosevelt, le niveau de défaillance du remboursement de la dette a chuté de façon dramatique; pendant presque 40 ans, ce niveau s'est situé à près de zéro. Ce n'est qu'à partir du moment où la réglementation a été assouplie durant les années 1990 que ce niveau s'est remis à augmenter de façon marquée.

[22] L'une des questions les plus importantes soulevées relativement aux pratiques des fiduciaires était la négligence de ceux-ci, car on avait signalé des cas où les créanciers obligataires avaient subi des pertes considérables, dues en partie au défaut du fiduciaire d'avoir exercé une diligence raisonnable. Dans l'affaire *Baldwin Locomotive Works*²⁰, une enquête sur la défaillance d'un fabricant de moteurs de train a révélé qu'un fiduciaire avait, pendant quelques années, fait défaut d'exécuter ses obligations contractuelles pour obtenir une confirmation des actifs que possédait l'émetteur d'obligations. Il avait plutôt accepté le rapport annuel de l'émetteur comme confirmation suffisante des actifs qu'il détenait. En fait, la société avait consolidé les actifs d'une autre société (rentable) dans ses propres états financiers, même si elle ne détenait qu'une fraction de participation dans cette société²¹.

[23] Les recommandations énoncées dans le rapport de la SEC ont constitué la base de la *Loi de 1939*²². La *Loi de 1939* consiste essentiellement en un supplément à la *Loi de 1933*, laquelle régit spécifiquement la distribution de titres de créance. La raison d'être des mesures législatives est exposée à l'alinéa 3.02(a) de la Loi. Elle dispose en partie ce qui suit :

[TRADUCTION]

[...] il est par les présentes déclaré que l'intérêt public national et l'intérêt des investisseurs dans les billets, obligations, débetures, titres de créance, et dans les certificats d'intérêt ou de participation qui s'y rattachent, qui sont offerts au public, sont compromis,

- (1) lorsque le débiteur obligataire omet de prévoir la nomination d'un fiduciaire afin de protéger et de respecter les droits et de représenter les intérêts de ces investisseurs, malgré le fait que :
 - (A) chaque action intentée par de tels investisseurs dans le but de protéger et de faire respecter leurs droits est devenu impraticable en raison des frais disproportionnés que constitue la prise de telles mesures, et
 - (B) une action concertée de la part de ces investisseurs dans leur intérêt commun par l'intermédiaire de représentants qu'ils ont eux-mêmes choisis est entravée en raison du fait qu'ils sont largement dispersés dans de nombreux États, et que les

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

renseignements sur les coordonnées de ces investisseurs ne sont généralement pas mis à leur disposition;

- (2) lorsque le fiduciaire ne dispose pas de droits et de pouvoirs suffisants, ou d'obligations adéquates, en ce qui trait à des questions relatives à la protection et au respect des droits de ces investisseurs; lorsque, malgré les obstacles à une action concertée de la part de ces investisseurs, et l'hypothèse générale et raisonnable soulevée par ces investisseurs selon laquelle le fiduciaire est tenu par le devoir positif de prendre des mesures en vue de protéger et de faire respecter leurs droits, les actes de fiducie :
 - (A) prévoient généralement que le fiduciaire n'a aucunement l'obligation de prendre de telles mesures, même en cas de défaut, sauf s'il reçoit un avis de défaut, ou une demande d'action ou d'indemnisation, de la part de créanciers de pourcentages importants des titres en circulation aux termes de l'acte, et
 - (B) dégagent en règle générale le fiduciaire de toute responsabilité, même dans le cas de sa propre négligence ou de son défaut d'agir;
- (3) lorsque le fiduciaire ne dispose pas de ressources correspondant à ses responsabilités, ou a une relation ou une connexion avec le débiteur obligataire ou le preneur ferme des valeurs mobilières du débiteur obligataire, ou a la propriété, effective ou autre, d'une participation dans le débiteur obligataire, ou de ce preneur ferme, laquelle relation, connexion ou participation donne lieu à un conflit sérieux avec les intérêts de ces investisseurs;
- (4) lorsque le débiteur obligataire n'est pas tenu de fournir au fiduciaire en vertu de l'acte de fiducie et à ces investisseurs des renseignements adéquats à jour quant à sa situation financière et à l'exécution de ses obligations à l'égard des valeurs mobilières en circulation en vertu de cet acte de fiducie, ou lorsque la communication de ces renseignements à ces investisseurs est entravée par le fait que les renseignements sur les coordonnées de ces investisseurs ne sont généralement pas mis à la disposition du fiduciaire et des investisseurs;
- (5) lorsque l'acte de fiducie contient des dispositions qui sont trompeuses, ou lorsque la divulgation pleine et équitable de l'effet de dispositions importantes de l'acte de fiducie n'est pas effectuée à l'intention d'investisseurs éventuels; ou
- (6) lorsque, en raison du fait que les actes de fiducie sont généralement préparés par le débiteur obligataire ou par le preneur ferme préalablement à l'appel public à l'épargne des valeurs mobilières à émettre en vertu des actes de fiducie, les investisseurs ne sont pas en mesure de participer à la préparation de ceux-ci, et, en raison de leur manque de compréhension de la situation, ils ne seraient en aucun cas en mesure d'obtenir la correction des irrégularités énumérées dans le présent paragraphe.

L'alinéa 3.02(b) de la *Loi de 1939* se lit en partie comme suit :

Les pratiques qui sont de la nature énoncée ci-dessus persistent à un tel point que, à moins d'être réglementées, l'appel public à l'épargne des billets, obligations, titres de créance, et certificats

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

d'intérêt ou de participation qui s'y rattachent, par l'utilisation de moyens [...] dans le commerce entre États [...] est préjudiciable aux marchés financiers, aux investisseurs et au grand public.

À la suite des déclarations factuelles énoncées à l'article 3.02 viennent ensuite, dans une large mesure, les dispositions de fond de la Loi : L'approche globale incorporée dans la *Loi de 1939* peut se résumer ainsi :

- fournir aux créanciers obligataires des mécanismes de recours collectif;
- interdire les clauses justificatives en faveur des fiduciaires;
- régler les conflits d'intérêts qui concernent les fiduciaires;
- s'assurer que les débiteurs fournissent des renseignements à jour sur leur situation financière;
- s'assurer de la communication adéquate des modalités de l'acte de fiducie; et
- compenser le manque de participation directe de l'investisseur dans la négociation des modalités des actes de fiducie.

4.4 Comment fonctionne la *Loi de 1939*

[24] Hormis quelques exceptions énumérées, la *Loi de 1939* s'applique aux actes de fiducie en vertu ou à l'égard desquels des titres de créance sont émis au public. L'acte de fiducie en soi doit être déposé auprès de la SEC et un accusé de réception doit être remis. Le poste de fiduciaire

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

nommé en vertu d'un acte de fiducie peut être comblé par une seule personne ou par plusieurs, dont au moins l'une d'entre elles est une société de fiducie constituée en vertu de la loi fédérale ou d'une loi étatique américaine.

[25] La *Loi de 1939* oblige le fiduciaire à exécuter certaines obligations minimales. Avant de déclarer un cas de défaut en vertu de l'acte de fiducie, le fiduciaire doit se conformer aux obligations contractuelles qui lui incombent en vertu de l'acte. Cependant, le fiduciaire a le droit de s'appuyer de bonne foi sur la véracité des certificats et des opinions qui se conforment aux exigences de l'acte de fiducie. Après avoir constaté un défaut, le fiduciaire doit cependant [TRADUCTION] « utiliser le même degré de diligence et d'habileté dans [son] exercice qu'utiliserait un homme avisé dans les circonstances dans la conduite de ses propres affaires ». Les clauses justificatives non conformes ne sont pas exécutoires. Tous ces concepts sont généralement repris par la législation canadienne actuelle.

[26] La *Loi de 1939* empêche le fiduciaire d'agir dans certaines situations conflictuelles mais non dans d'autres. Par exemple, sous réserve de certaines exceptions, un fiduciaire ne peut pas contrôler un actionnaire ou un preneur ferme de l'émetteur. En outre, la *Loi de 1939* établit des limites quant à l'étendue des directions et des gestions imbriquées. Bien que la législation canadienne prévoit des dispositions sur les conflits d'intérêts, l'approche générale n'est pas la même que celle préconisée par la *Loi de 1939*.

[27] Le régime américain de conflits d'intérêts a été modifié lorsque la *Loi de 1939* a été révisée en 1990. Après l'entrée en vigueur de la *1990 Reform Act*, un « conflit d'intérêts » n'a été reconnu que lorsqu'un défaut en vertu de l'acte de fiducie est en suspens et que l'un des conflits

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

précisés existe parallèlement. La SEC a proposé cette modification qui a été promulguée par le Congrès car celui-ci croyait que le rôle avant défaillance du fiduciaire n'était qu'administratif ou instrumental. Cette modification a rendu les conflits d'intérêts entraînant la disqualification de fiduciaires applicables pratiquement à la même époque où la norme de l'homme avisé devenait applicable au fiduciaire. Elle reconnaît implicitement que, avant qu'un cas de défaut ne survienne en vertu d'un acte de fiducie, un fiduciaire n'a aucune obligation en vertu de l'acte autre que les obligations qu'il s'est expressément engagé à exécuter. Ces modifications n'ont pas été reprises par la législation canadienne. Les réformes de 1990 ont également accordé un délai prolongé au fiduciaire pour apporter les correctifs nécessaires. Le fiduciaire doit éliminer le conflit d'intérêts dans un délai de 90 jours ou démissionner. Si le fiduciaire fait défaut de se conformer, il doit (dans un délai de dix jours après l'expiration de la période de 90 jours), transmettre un avis de ce défaut aux créanciers obligataires.

[28] La *Loi de 1939* établit également un régime selon lequel les émetteurs doivent fournir des certificats de conformité annuels au fiduciaire, et celui-ci est tenu d'aviser les créanciers obligataires de tout défaut. Si les créanciers obligataires en font la demande, les fiduciaires doivent également leur fournir les coordonnées de chacun d'entre eux. Les créanciers obligataires peuvent communiquer entre eux pour se mobiliser dans le cadre d'une action commune. Encore là, des dispositions comparables se trouvent dans la législation canadienne.

[29] La *Loi de 1939* contient également un certain nombre de dispositions qui n'ont pas été reprises en droit canadien. Par exemple, certaines limites ont été imposées à la participation croisée de titres avec droit de vote, soit par l'émetteur dans le fiduciaire, ou par le fiduciaire dans l'émetteur ou une société affiliée de l'émetteur. La *Loi de 1939* permet au fiduciaire de consentir

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

des prêts et d'exiger des garanties de l'émetteur alors qu'il agit à titre de fiduciaire. Cependant, dans certaines circonstances, le fiduciaire doit partager, *pari passu*, tout produit reçu durant une courte période de temps avant le défaut de paiement ou à quelque période que ce soit après un défaut de paiement. La *Loi de 1939* exige que les créanciers obligataires conviennent à l'unanimité d'une réduction du montant de capital exigible, d'une réduction du taux d'intérêt ou d'une prolongation de la date d'échéance des obligations. L'effet pratique de cette exigence d'unanimité est de rendre ces modifications impraticables dans le cas d'émissions obligataires à participation multiple en dehors d'une procédure d'insolvabilité, comme celles prévues aux termes du Chapitre 11 du *US Bankruptcy Code*²³. À l'opposé, les émissions obligataires aux termes d'actes de fiducie canadiennes prévoient généralement, de façon contractuelle, un vote à la majorité en cas de compromis sur une dette.

4.5 La réforme de 1990 de la *Loi de 1939*

[30] En 1990, la *Loi de 1939* a été mise à jour dans le cadre de la *Trust Indenture Reform Act of 1990* (la « *Loi sur la réforme* »). Les modifications apportées incluent ce qui suit :

[31] Premièrement, la *Loi sur la réforme* a élargi le pouvoir de dispense de la SEC en vertu de la *Loi de 1939*, de sorte que celle-ci détenait désormais le pouvoir de soustraire, à titre conditionnel ou inconditionnel, toute personne, acte de fiducie, titre ou opération ou classe de personnes, d'actes de fiducie, de titres ou d'opérations de l'une ou l'autre des dispositions de la *Loi de 1939*. Dans chaque cas, la SEC fonde sa décision d'accorder une dispense sur ce qui est nécessaire ou approprié dans l'intérêt public et conforme à la protection des investisseurs et aux objets prévus équitablement par la *Loi de 1939*.

[32] Deuxièmement, comme nous l'avons noté ci-dessus, la *Loi sur la réforme* a modifié les fondements permettant de déterminer quand un conflit d'intérêts prend naissance. En vertu de la *Loi sur la réforme*, un fiduciaire a le droit d'agir en vertu d'un acte de fiducie tant et aussi longtemps qu'il n'y a aucun cas de défaut en vertu de l'acte constitutif. Cependant, une fois qu'un défaut survient, le fiduciaire a droit à une période de 90 jours après le défaut pour éliminer tout conflit d'intérêts ou pour démissionner. À une rare exception près, le fiduciaire peut également présenter une demande d'ordonnance auprès de la SEC lui permettant de continuer à agir malgré un conflit d'intérêts. Cette modification tient compte de la reconnaissance par le Congrès selon laquelle l'indépendance du fiduciaire ne devient nécessaire pour protéger les créanciers obligataires qu'en cas de défaut. Préalablement au défaut, les tâches du fiduciaire sont purement instrumentales, et le fiduciaire n'est nullement encouragé à favoriser ses propres intérêts par rapport à ceux des créanciers obligataires.

[33] Troisièmement, la *Loi sur la réforme* autorise la SEC à permettre aux étrangers d'agir à titre de fiduciaire unique en vertu d'un acte constitutif conditionnel. Deux conditions s'y rattachent. Plus précisément :

- il doit y avoir une législation réciproque dans le territoire étranger qui permet à des sociétés de fiducie américaines d'agir en tant que fiduciaires uniques dans le territoire hôte, et
- le fiduciaire étranger doit être assujéti à une réglementation comparable aux lois régissant les sociétés de fiducie américaines.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

Comme nous allons en discuter plus en détails ci-dessous, l'un des avantages de la législation canadienne actuelle est qu'elle respecte ces exigences (dans la mesure où l'émetteur se conforme à la LCSA, à la *Loi sur les sociétés par actions* (Ontario) (la « LOSA »), la *Loi sur les banques* (Canada) ou la *Company Act* (Colombie-Britannique)²⁴. Il est donc possible pour les émetteurs obligataires canadiens d'échapper à l'application de la *Loi de 1939*. Cela peut grandement réduire le coût lié à l'émission d'obligations sur le marché financier américain.

4.6 Abrogation proposée de la loi américaine en 1995

[34] En 1995, la Chambre des représentants des États-Unis s'est penchée sur le projet de loi HR 2131, le *Capital Markets Deregulation and Liberalization Act of 1995*. Ce projet de loi prévoyait modifier de fond en comble un certain nombre de lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières. À un certain moment, elle a proposé d'abroger, sans remplacement, la *Loi de 1939* (et la *Loi de 1990 sur la réforme*). Le projet de loi HR 2131 n'est jamais passé en loi. Cependant, lors des audiences sur le projet de loi en novembre et en décembre 1995, les experts étaient divisés sur cette question. La couverture médiatique ayant été en général contre l'abrogation, le sous-comité a opté pour l'approche éprouvée de proposer qu'un examen plus approfondi était nécessaire. En dernier ressort, aucune étude complète de la SEC sur l'abrogation proposée de la *Loi de 1939* n'a été achevée. Le mouvement en faveur de l'abrogation de la *Loi de 1939* semble être disparu.

5. Législation canadienne

5.1 Le Rapport Lawrence

[35] Il a fallu plusieurs années aux administrations canadiennes pour suivre l'exemple américain en matière d'actes de fiducie. Jusqu'à la publication du Rapport Lawrence par l'assemblée législative de l'Ontario en 1967²⁵, rien n'indique qu'une quelconque législature canadienne a envisagé d'importer la totalité ou une partie de la *Loi de 1939* au Canada. En 1966, l'Ontario a modifié fondamentalement sa *Loi sur les valeurs mobilières*, laquelle améliorait substantiellement le degré et la qualité de divulgation en ce qui a trait à la distribution de titres au public. Certaines des questions visées par la *Loi de 1939* étaient par conséquent déjà intégrées dans la nouvelle *Loi sur les valeurs mobilières* de l'époque.

[36] Le raisonnement suivi par le comité Lawrence en ce qui a trait à la question de la réglementation sur les actes de fiducie est énoncé dans les extraits suivants du rapport du même nom :

[TRADUCTION]

Bien que le comité soit conscient du fait que les pratiques et les abus concernant les fiduciaires en vertu d'actes de fiducie, tels qu'ils existaient aux États-Unis il y a trente ans, ne sont pas, soit en degré ou en nature, nécessairement reproduits en Ontario aujourd'hui; néanmoins il convient, pour mettre le présent sujet en contexte, d'exposer de façon assez circonstanciée un extrait du Rapport de la Securities and Exchange Commission des États-Unis dressant un compte-rendu au Congrès en 1936.

Cette déclaration est essentiellement la même que les déclarations de fait prévues à l'alinéa 302(a) de la *Loi de 1939* (voir le paragraphe 23 ci-dessus). Se fondant sur cette collecte

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

d'allégations en pays étranger pendant plus de trente ans, le Rapport Lawrence a recommandé qu'une législation sensiblement comparable soit promulguée en Ontario²⁶ :

[TRADUCTION]

[...] pour s'assurer que les porteurs de titres bénéficieront des services d'un fiduciaire désintéressé et que cet administrateur se conformera à des normes élevées en matière de conduite.

Le Rapport Lawrence répondait-il à un véritable besoin? Rien n'indique vraiment que c'est le cas. Au cours de la période de dix ans précédant la publication du Rapport Lawrence, il n'y a eu que sept décisions publiées au Canada qui ont fait mention d'actes de fiducie, quelle que soit leur nature, et aucune de ces causes ne portaient sur des actes répréhensibles de la part d'un fiduciaire désigné à l'acte constitutif²⁷. De plus, alors que Douglas (en 1936) pouvait signaler au moins quelques causes récentes de négligence grave qui n'avaient pas été tranchées, cette base factuelle n'existait pas au Canada dans les dix années qui ont précédé le dépôt du Rapport Lawrence.

[37] Ce qui ressort clairement est que le comité Lawrence était particulièrement préoccupé par l'entrée en vigueur en Ontario des dispositions de la *Loi de 1939* qui feraient en sorte que les créanciers obligataires retiennent les services d'un fiduciaire désintéressé et que ce dernier se conformerait à des normes élevées en matière de conduite. Par conséquent, le comité Lawrence a recommandé que la nouvelle *Business Corporations Act* (Ontario) (Loi ontarienne sur les sociétés par actions) (la « LOSA de 1970 ») proposée contienne alors les dispositions suivantes :

- (1) Le fiduciaire est tenu d'agir avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, dans des circonstances semblables, un fiduciaire d'une prudence raisonnable (sans que la norme varie selon que le défaut s'est produit en vertu de l'acte de fiducie);
- (2) Le fiduciaire a le droit de s'appuyer de bonne foi sur les certificats et les opinions qui se conforment aux exigences de l'acte de fiducie.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

- (3) Le fiduciaire doit donner aux porteurs de titres un avis de tous les cas de défaut 60 jours après leur survenue;
- (4) L'acte de fiducie ne doit contenir aucune disposition disculpatoire non conforme au soin, à la diligence et à la compétence dont doit faire preuve le fiduciaire; et
- (5) Un fiduciaire ne doit pas être nommé lorsqu'il y a un conflit d'intérêts avec son rôle de fiduciaire et doit démissionner à ce titre si un conflit d'intérêts prend ultérieurement naissance.

En dernier ressort, les recommandations du Rapport Lawrence ont été enchâssées dans la LOSA de 1970 qui est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1971. Cependant, nous en différerons pour l'instant l'examen, afin de nous pencher sur les développements connexes qui allaient bientôt suivre au niveau fédéral. Cela nous permettra de comparer les dispositions de la loi ontarienne avec celles de la loi fédérale.

5.2 Le Rapport Dickerson

[38] Les *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes* (le « Rapport Dickerson ») ont été publiées en 1971. Faisant écho au Rapport Lawrence, il a recommandé également que la *Loi sur les sociétés par actions* fédérale (anciennement la « *Loi sur les corporations commerciales canadiennes* ») (la « LCSA proposée ») comprenne une partie traitant des « actes de fiducie ».

[39] Le Rapport Dickerson prévoit que les dispositions qui exigent la preuve des qualités requises tant de l'acte de fiducie que du fiduciaire devant une commission des valeurs mobilières ne sont pas nécessaires à la lumière de l'expérience canadienne. Il conclut que si aucun appel public à l'épargne n'est envisagé, le créancier est assez avisé pour se protéger lui-même. S'il y a un appel public à l'épargne, la commission des valeurs mobilières devant laquelle le prospectus doit

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

être qualifié aura les pouvoirs discrétionnaires nécessaires pour examiner tant les qualités requises du fiduciaire que les modalités de l'acte de fiducie. Néanmoins, le Rapport Dickerson a proposé que la nouvelle LCSA mette en œuvre les objectifs suivants :

- (1) S'assurer que les créanciers obligataires retiendront les services d'un fiduciaire désintéressé et que ce dernier se conformera aux normes élevées en matière de conduite respectées par les institutions de fiducie les plus consciencieuses.
- (2) Prévoir les mécanismes selon lesquels les créanciers obligataires bénéficient d'une divulgation pleine et équitable et qu'ils peuvent se regrouper pour la protection de leurs propres intérêts.
- (3) Prévoir la divulgation pleine et équitable non seulement au moment de l'émission initiale mais également tout au long de la vie des obligations.

[40] Le Rapport Dickerson a proposé qu'au lieu de déclarer avec une grande précision ce que constitue un conflit d'intérêts, comme le faisait la *Loi de 1939*, ou d'énoncer les critères qui sont susceptibles d'interprétation, comme c'est le cas dans la LOSA de 1970, le fiduciaire devrait avoir le pouvoir de faire une demande auprès de la cour, soit avant ou après l'acceptation de la fiducie pour déterminer si un conflit d'intérêts existe. Cette approche de contrôle préalable ne figure pas dans la LCSA ou la LOSA actuelle, et, à notre avis, elle devrait y figurer. Le risque est trop élevé qu'une cour saisie d'une telle demande ne reçoive que peu d'observations, voire aucune, des créanciers obligataires qui pourraient être lésés dans un tel processus. En outre, il n'est pas conseillé en général aux tribunaux de rendre des décisions sans être appuyés par un fondement probatoire adéquat.

5.3 Droit canadien actuel

5.3.1 *Modèle fédéral : Loi canadienne sur les sociétés par actions*

[41] Suivant le Rapport Dickerson, la LCSA a été promulguée. Elle est entrée en vigueur le 15 décembre 1975. Avec des modifications limitées, la partie VIII de la LCSA a mis en œuvre les recommandations du rapport Dickerson relativement aux actes de fiducie. Aucune modification n'a été apportée à la partie VIII depuis qu'elle a été initialement promulguée. Le libellé de la LCSA a subi l'influence des dispositions correspondantes de la LOSA de 1970.

[42] Il existe des différences importantes entre la LCSA et la *Loi de 1939*. Contrairement à la *Loi de 1939* qui, sauf quelques exceptions limitées, s'applique en règle générale à tous les émetteurs privés et publics qui déposent un prospectus ou une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC ou offrent autrement leurs titres de créances au public, la LCSA ne s'applique qu'aux sociétés constituées en vertu de cette dernière. En outre, le régime de la LCSA ne s'applique qu'aux sociétés constituées en vertu de celle-ci qui émettent des titres de créance par voie d'un « appel public à l'épargne », un terme défini qui a été supprimé de la LCSA dans le cadre des modifications de 2001. Ainsi, l'application des dispositions de la LCSA se tournent maintenant vers un critère indéfini. La suppression de la définition peut avoir été faite par inadvertance (d'autres lois provinciales sur les sociétés par actions utilisant le modèle de la LCSA continuent de définir l'« appel public à l'épargne »). Malheureusement, le champ d'application prévu de la Loi est loin d'être clair.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

[43] Lorsqu'il y a appel public à l'épargne, une personne est nommée à titre de fiduciaire à l'intention des créanciers d'obligations émises en vertu d'un acte de fiducie. La LCSA ne s'applique directement qu'aux émetteurs qui sont des sociétés par actions constituées en vertu de la LCSA. Cependant, en raison de la définition de la LCSA de « titres de créance », la partie VIII s'applique indirectement à des obligations émises par voie d'appel public à l'épargne qui sont garanties par une société constituée en vertu de la LCSA.

[44] La LCSA permet à un administrateur nommé en vertu de celle-ci de soustraire de la partie VIII un acte de fiducie si « l'acte de fiducie, les titres de créance émis en vertu de ceux-ci et les sûretés afférentes, sont régis par une loi d'une » province ou d'un pays étranger dont les lois sont « fondamentalement semblables » à la partie VIII. Par conséquent, si une société constituée en vertu de la LCSA, par exemple, émet ou garantit des titres de créance en vertu d'une déclaration d'enregistrement déposée auprès de la SEC, ou un prospectus déposé auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») ou de la British Columbia Securities Commission (la « BCSC »), tel que prévu par la LOSA ou par la *Business Corporations Act* (Colombie-Britannique) (la « BCBCA »), une dispense peut être accordée en vertu du paragraphe 82(3) de la LCSA. La dispense n'est pas automatique. Elle doit être appliquée à chaque cas. Comme nous l'expliquerons ci-dessous, cette approche au cas par cas est inutilement coûteuse, et devrait être considérée de nouveau.

[45] La LCSA prévoit qui peut servir à titre de fiduciaire. Premièrement, au moins un des fiduciaires, si plus d'un fiduciaire est nommé, doit être une personne morale constituée en vertu de la loi fédérale ou d'une loi provinciale ou territoriale, et doit être autorisée à exercer des activités en tant que société de fiducie.

[46] Deuxièmement, la LCSA impose l'obligation aux fiduciaires de respecter les obligations de nature fiduciaire et l'obligation de diligence et d'éviter les conflits d'intérêts. Par conséquent, l'article 91 de la LCSA exige qu'un fiduciaire agisse avec intégrité et de bonne foi, au mieux des intérêts des détenteurs des titres de créance émis en vertu de l'acte de fiducie et avec le soin, la diligence et la compétence d'un « bon fiduciaire ». La norme de diligence d'un fiduciaire est une norme extrêmement élevée. Aucune modalité d'un acte de fiducie ni d'une convention entre le fiduciaire et les titulaires d'actes de fiducie ne peut décharger un fiduciaire des obligations que lui impose l'article 91. Cependant, un fiduciaire a le droit de s'appuyer de bonne foi sur les déclarations contenues dans une déclaration solennelle, un certificat, une opinion ou un rapport qui se conforme à la LCSA ou à l'acte de fiducie.

[47] Troisièmement, le paragraphe 83(1) de la LCSA énonce qu'aucune personne ne peut être nommée en tant que fiduciaire en cas de conflit d'intérêts entre son rôle en qualité de fiduciaire et son rôle à tout autre titre. Étant donné que des conflits d'intérêt peuvent survenir après la nomination, un fiduciaire doit, 90 jours après avoir appris l'existence d'un conflit d'intérêts sérieux, y mettre fin ou se démettre de ses fonctions. En cas de défaut, toute personne intéressée (ce qui pourrait inclure un créancier obligataire) peut faire une demande pour faire remplacer le fiduciaire. Cependant, à ce qu'on sache, il n'y a aucun cas où cela est survenu.

[48] En vertu des articles 86 à 88 de la LCSA, l'émetteur de titres de créance doit fournir au fiduciaire la preuve de l'observation des conditions de l'acte de fiducie avant d'émettre, de certifier ou de livrer les titres, de libérer ou de libérer et de remplacer les biens grevés de toute sûreté constituée par l'acte et d'exécuter l'acte avant que l'émetteur ne pose un acte relatif à l'une ou l'autre des ces questions. La preuve de l'observation doit consister en une déclaration

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

solennelle ou un certificat établi par l'un des dirigeants ou administrateurs de l'émetteur. Lorsque l'acte de fiducie exige un examen de la part d'un conseiller juridique ou d'un vérificateur, l'opinion requise de ce conseiller ou de ce vérificateur doit également être fournie. La déclaration, le certificat, l'opinion ou le rapport doit être assorti d'une déclaration de l'auteur de la preuve précisant sa connaissance des conditions de l'acte de fiducie qui y sont mentionnées, la nature et l'étendue de l'examen ou des recherches effectués à l'appui du certificat, de la déclaration ou de l'opinion et toute l'attention qu'il a estimé nécessaire d'apporter à l'examen ou aux recherches.

[49] En vertu de l'article 88 de la LCSA, le fiduciaire peut exiger, en tout temps, que l'émetteur des titres de créance fournisse au fiduciaire la preuve de son observation de toute condition requise. Cette preuve peut prendre la forme que le fiduciaire peut exiger. Au moins une fois par année, l'émetteur doit fournir au fiduciaire un certificat selon lequel l'émetteur s'est conformé à toutes les exigences de l'acte de fiducie, dont l'inobservation constituerait un cas de défaut, et, en cas d'inobservation de ces conditions, un certificat détaillé à ce sujet. De plus, l'émetteur doit fournir ce certificat en tout temps lorsque le fiduciaire en fait la demande.

[50] L'article 90 de la LCSA prévoit que le fiduciaire est tenu de donner aux détenteurs de titres de créance un avis de chaque cas de défaut qui survient en vertu de l'acte de fiducie et qui se perpétue au moment où l'avis est donné. Le fiduciaire doit donner l'avis dans un délai de 30 jours après avoir pris connaissance de la survenue du cas de défaut; Le fiduciaire a le pouvoir, cependant, de refuser cet avis s'il a de bonnes raisons de croire qu'il est au mieux des intérêts des détenteurs de titres de ne pas donner cet avis.

[51] Finalement, l'article 85 de la LCSA prévoit le mécanisme requis pour les créanciers obligataires afin qu'ils se regroupent pour protéger leurs propres intérêts. Par conséquent, un détenteur de titres de créances a le droit d'exiger du fiduciaire qu'il fournisse la liste de tous les détenteurs actuels. La liste doit contenir le nom et l'adresse de chaque détenteur inscrit, le montant en principal des titres de chaque détenteur et le montant total en principal des titres en circulation. Comme c'est le cas pour les règles de la LCSA régissant l'utilisation des listes des actionnaires, les listes des détenteurs de titres de créance ne peuvent être utilisées que dans le cadre de tentatives d'influencer le vote des détenteurs de titres de créance, de l'offre d'acquérir des titres de créance ou d'une question concernant les titres de créance ou les affaires internes de l'émetteur ou de la caution. Toute personne qui utilise, sans motif raisonnable, une liste des détenteurs de titres de créance, commet une infraction en vertu de la LCSA.

5.3.2 *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario*

[52] À première vue, la partie V de la LOSA ressemble presque en tous points à la partie VIII de la LCSA. Toutefois, il existe des différences importantes entre ces deux mesures législatives.

[53] Contrairement à la partie VIII de la LCSA, la partie V de la LOSA s'applique à toute personne morale, peu importe l'endroit où elle a été constituée, y compris les personnes morales constituées à l'extérieur du Canada, lorsqu'elle émet des titres en Ontario conformément à un prospectus déposé en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « LVMO »). Il convient de noter que la LOSA ne s'applique pas aux émetteurs d'actes de fiducie publics. Les émetteurs publics comprennent les sociétés en commandite et certaines fiducies entre vifs (y compris les fiducies de fonds commun de placement, les fiducies de revenu et les fiducies de

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

placement immobilier), bien que, au même titre que la LCSA, la LOSA s'applique aux actes de fiducie qui concernent des titres de créance émis par un émetteur public si ces titres de créance sont garantis par une personne morale.

[54] En vertu de la LOSA, le fondement de l'application n'est pas une « émission » des titres par voie d'« appel public à l'épargne » (termes non définis dans la LCSA) mais plutôt par le dépôt d'un prospectus en vertu de la LVMO ou d'une autre loi que celle-ci remplace. Par conséquent, la Loi fait clairement ressortir le moment où les dispositions de la LOSA s'appliquent. Les exigences de dépôt du prospectus ne sont pas traitées par la LOSA en soi. Cependant, ces obligations sont imposées en vertu de la LVMO, étant donné que la définition de « valeurs mobilières » dans cette dernière englobe les titres de créance (sous réserve de l'éventail normal des dispenses).

[55] Une autre différence importante a trait au pouvoir de dispense. Contrairement à la LCSA, le pouvoir de dispense en vertu de la LOSA appartient à la CVMO plutôt qu'à l'administrateur nommé en vertu de la LOSA. Deuxièmement, le pouvoir de dispense de la CVMO est plus large que celui accordé à l'administrateur nommé en vertu de la LCSA (quoique le pouvoir de la CVMO ne s'applique que si le demandeur est une « une personne morale constituée autrement qu'en vertu d'une loi du Canada, d'une province ou d'un territoire »). En vertu de la LCSA, la dispense peut seulement être accordée si les « lois » d'une province ou d'un pays autre que le Canada sont « fondamentalement semblables » à la partie VIII de la LCSA. En vertu de la LOSA, la CVMO a le pouvoir de soustraire un acte de fiducie à l'application de la partie V si elle est convaincue que « cela ne porterait pas atteinte à l'intérêt public ». Troisièmement, la CVMO peut dispenser un acte de fiducie aux conditions qu'elle peut imposer.

La partie VIII de la LCSA permet expressément à l'administrateur nommé en vertu de celle-ci d'accorder des dispenses sous réserve de certaines modalités. Quatrièmement, en vertu de la LOSA, seule une personne morale étrangère (c.-à-d., une personne morale constituée à l'extérieur du Canada) peut faire une demande d'ordonnance de dispense. Dans la pratique, les dispenses de la partie V de la LOSA sont presque tout le temps liées à la nomination d'une société de fiducie étrangère pour qu'elle agisse à titre de fiduciaire, à savoir, un fiduciaire qui autrement ne se conforme pas à l'obligation d'exercer des activités en Ontario.

[56] À d'autres égards, les dispositions de la partie V de la LOSA ressemblent aux dispositions de la partie VIII de la LCSA à quelques différences près. Plus particulièrement, les devoirs de diligence et de loyauté qui incombent à un fiduciaire désigné à l'acte constitutif en vertu de la LOSA sont les mêmes que ceux qui sont imposés en vertu de la LCSA. Les interdictions de clauses disculpatoires sont les mêmes, tout comme les régimes régissant les conflits d'intérêts. La seule différence importante entre les régimes de la LCSA et de la LOSA réside dans ce que, en vertu de la LOSA, l'article 50 énonce qu'un fiduciaire nommé dans l'acte de fiducie, ou toute personne liée au fiduciaire, ne doit pas être nommé séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur de l'actif ou de l'entreprise de l'émetteur, ni caution de titres de créance émis en vertu de cet acte de fiducie. La LCSA ne contient aucune disposition équivalente.

5.3.3 La British Columbia Business Corporations Act

[57] Conceptuellement, les dispositions sur les actes de fiducie de la BCBCA ressemblent presque en tous points à celles de la LCSA. Comme la LCSA, les dispositions sur les actes de

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

fiducie de la BCBCA s'appliquent si un prospectus a été déposé en vertu de la *British Columbia Securities Act* (la « BCSA ») ou d'une autre loi que celle-ci remplace.

[58] Une différence entre la LOSA et la BCBCA est que, à l'heure actuelle, l'administrateur en vertu de la BCBCA peut accorder des dispenses des dispositions sur les actes de fiducie si ce n'est pas contraire à l'intérêt public. Présentement, la décision de l'administrateur peut être portée en appel devant la British Columbia Security Commission (la « BCSC »). Cependant, la BCBCA subit présentement des modifications qui auraient pour but de transférer le pouvoir de dispense de l'administrateur à la BCSC. Une autre différence importante avec la LOSA est que, en vertu de la BCBCA, une dispense peut s'appliquer non seulement à un acte de fiducie précis mais à une catégorie d'actes de fiducie, c'est-à-dire que l'administrateur en vertu de la BCBCA peut accorder une dispense générale alors que la CVMO n'a pas de pouvoir équivalent en vertu de la LVMO. À notre avis, une dispense générale ajoute une souplesse appréciable au régime de réglementation.

[59] À d'autres égards, le régime des actes de fiducie de la BCBCA s'apparente grandement à la partie V de la LOSA. En particulier, la BCBCA s'applique à tous les titres de créance émis ou garantis en vertu d'un acte de fiducie par une personne morale, peu importe l'endroit où elle a été constituée, si elle dépose un prospectus en vertu de la BCSA. Cependant, au même titre que la LOSA, le régime de la BCBCA ne s'applique pas à des actes de fiducie émis ou garantis par un émetteur public.

5.3.4 *Autres territoires*

[60] Le modèle de la CBCA s'est inspiré de la *Loi canadienne sur les coopératives*, de la *Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif* et des lois régissant des institutions financières fédérales, y compris la *Loi sur les banques*, la *Loi sur les sociétés d'assurances* et la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt*. La CBCA a également servi de modèle pour les lois corporatives générales de l'Alberta, de la Saskatchewan, du Manitoba, de Terre-Neuve-et-Labrador et des trois territoires. Cependant, contrairement à la LCSA, les lois de l'Alberta, du Manitoba et de la Saskatchewan et de chacun des territoires omettent toute dispense discrétionnaire par l'administrateur de la société ou par le directeur du registre. Selon nous, cette omission est une grave lacune. La législation de Terre-Neuve-et-Labrador suit de plus près la LCSA en incluant un régime comparable de dispense discrétionnaire en faveur du directeur du registre en vertu de la *Corporations Act*. Les provinces de Québec, de la Nouvelle-Écosse, du Nouveau-Brunswick et de l'Île-du-Prince-Édouard n'ont pas adopté de lois régissant les actes de fiducie.

6. La nécessité d'une réglementation et d'une législation uniforme

[61] Toute discussion relative à la réforme du droit devrait commencer du moins par un certain examen de la question de savoir si cette réforme s'avère vraiment nécessaire en droit. Il est juste de se demander si une législation est nécessaire comme celle qui est maintenant intégrée dans la LOSA, la LCSA et la BCBCA et dans d'autres lois canadiennes relativement aux actes de fiducie. Comme nous l'avons noté, les lois du Royaume-Uni et de l'Australie ne contiennent

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

aucun régime réglementaire particulier relativement aux actes de fiducie. Au Canada, les provinces de Québec, de la Nouvelle-Écosse, du Nouveau-Brunswick et de l'Île-du-Prince-Édouard n'ont pas adopté de lois régissant les actes de fiducie. Le fait que ces territoires ont survécu sans effet néfaste apparent malgré l'absence de lois sur les actes de fiducie soulève la question de la nécessité.

[62] Dans la présente partie du rapport, nous exposons les motifs d'une réglementation régissant les actes de fiducie. Nous abordons cette partie de notre rapport d'un point de vue très pragmatique. La confiance dans l'intégrité des opérations commerciales est essentielle. Le manque de confiance stagne le commerce. Il va de soi que les fiduciaires d'obligations doivent être dignes de confiance. Si ce n'est pas le cas, la protection offerte aux créanciers obligataires par les sûretés et les droits contractuels est grandement compromise²⁸. Leur valeur en tant qu'investissements sera anéantie, et la liquidité qu'ils fournissent à la communauté financière sera perdue.

[63] À notre avis, la principale justification d'une réglementation naît du caractère possiblement inadéquat des renseignements disponibles et des coûts plus élevés des opérations qui en découleraient si le régime général de réglementation prévu dans la LOSA, la LCSA et dans les autres lois était abandonné. Des problèmes de cette nature peuvent découler d'une « asymétrie d'information » ou d'un manque d'information ou d'accès à l'information à l'échelle du marché. Fondamentalement, l'argument qui a été avancé à l'alinéa 302(a) de la *Loi de 1939* (voir le paragraphe 23) était la présence d'asymétries d'information d'une magnitude telle qu'elle justifiait la prise des mesures en question.

[64] Nous ne sommes pas convaincus que tel est le cas. Cependant, à notre avis, il existe un autre argument de poids pour justifier la majeure partie du régime réglementaire actuellement en place. En effet, des défauts d'information surviennent en raison du coût d'acquisition et de traitement de l'information pertinente. Prenez, par exemple, les cas de négligence qui ont tant influencé la SEC dans son rapport de 1936. L'argument le plus solide n'est pas que les investisseurs étaient incapables d'évaluer l'importance des clauses d'exclusion, mais plutôt qu'ils n'avaient pas la chance réelle d'identifier de telles clauses dans de longs et compliqués documents²⁹.

[65] Le régime de réglementation en vertu des lois canadiennes régissant les actes de fiducie couvre essentiellement les questions suivantes. Pour la plupart, un régime législatif normalisé régissant la question visée réduit le coût lié à la négociation des modalités d'une émission de titres, et simplifie l'évaluation par l'investisseur de l'émission du titre en question :

- Les obligations de base d'un fiduciaire : en vertu des principes généraux d'equity, les fiduciaires doivent faire preuve de diligence raisonnable dans l'exercice de leurs obligations en tant que fiduciaires. La formulation exacte de cette obligation varie dans la jurisprudence, mais il ne fait aucun doute que l'obligation est contraignante. À l'opposé, en vertu des lois qui ont précédé la *Loi de 1939*, il était courant pour l'obligation de diligence en equity d'être sensiblement qualifiée par un contrat. Les créanciers obligataires ne participent aucunement à la négociation de ce contrat, et en l'absence d'une exigence de divulgation complète des renseignements, ils pourraient bien être incapables (du moins en pratique) de déterminer si une protection conventionnelle ou limitée a été accordée. Les

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

problèmes pour déterminer la portée de la protection disponible deviennent plus compliqués lorsque les titres comme des obligations sont susceptibles d'être négociés sur un marché secondaire, puisque dans un tel marché, il ne peut y avoir qu'un accès limité à l'information requise.

- Conflit d'intérêts : plus tôt, nous avons indiqué qu'il y avait peu d'éléments de preuve dans le dossier pour donner à penser qu'il y avait un problème étendu avec la question du conflit d'intérêts des fiduciaires dans les années qui ont précédé la promulgation de la *Loi de 1939*. Cependant, peu importe quel aurait pu être l'état du droit en 1939 (ou du moins, en 1966), il est douteux qu'un fiduciaire désigné à l'intention de détenteurs de titres de créance seraient en mesure de se décharger de sa responsabilité pour une violation fiduciaire, si une telle réclamation était présentée aujourd'hui, peu importe si les règles actuelles en matière de conflit d'intérêts faisaient l'objet d'une loi³⁰.
- Preuve de conformité aux modalités de l'obligation et avis de défaut : la plupart des titres prévoient que leurs détenteurs peuvent faire valoir certains droits en cas de défaut d'exécution, de garantie et d'autres engagements. Cependant, ces droits sont inutiles s'ils ne sont pas appuyés par un mécanisme efficace qui a pour but de confirmer si les circonstances qui pourraient les faire naître se sont réellement produites. Le fiduciaire est l'interface logique entre l'émetteur d'un titre et les investisseurs qui les ont achetés. L'idée d'avoir un fiduciaire est de simplifier l'administration de l'obligation comme un type de titre de créance. L'obligation du fiduciaire de garantir l'établissement de rapports de routine confirmant que le

titre de créance n'est pas en défaut de paiement, et de transmettre un avis dans un tel cas, répond à l'objectif que constitue la simplification de l'administration.

- Cas où une liste des détenteurs de titres de créance doit être fournie : la nature des titres obligataires fait en sorte que les détenteurs de titres de créance agissent collectivement. Étant donné que les détenteurs de titres de créance sont ainsi limités, il est nécessaire qu'ils aient accès à un mécanisme pour exercer leurs droits de manière collective. L'obligation de fournir de l'information relativement au titulaire des titres répond à cet objectif.

[66] Les coûts des opérations constituent également un obstacle au contrat lorsque les exigences légales qui s'appliquent dans un territoire diffèrent grandement de celles qui s'appliquent dans un autre. Si les territoires canadiens devaient s'écarter d'un système similaire de droit régissant les actes de fiducie à celui qui s'applique aux États-Unis, cela aurait pour but de créer de tels coûts d'opérations. Compte tenu de l'existence de la législation américaine, il y a un argument de poids voulant que l'existence continue d'une législation canadienne correspondante réduise le coût du financement par obligations inter-juridictionnel pour les émetteurs canadiens. Comme nous l'avons noté, en vertu des dispositions actuelles de la *Loi de 1939*, un émetteur canadien peut être soustrait de l'application de cette loi, lorsqu'il fait l'objet d'un régime correspondant en vertu des lois de son territoire d'origine. Comme la plupart des sociétés canadiennes émettant des titres de créance sur le marché américain pourraient faire l'objet de la LCSA, de la LOSA, de la ABCA, ou de la BCBCA, cette exigence semble être satisfaite. Il est largement reconnu que les lois de réglementation qui réduisent les coûts des opérations identifiables et matériels sont économiquement avantageuses³¹.

7. Recommandations et conclusions

[67] **Conserver la législation sur les actes de fiducie** : Compte tenu de ce qui précède, nous avons conclu que certaines règles canadiennes relatives aux actes de fiducie devraient être conservées. Notre opinion sur ce point est étayée par le fait que de nombreux émetteurs de titres de créance canadiens feraient néanmoins l'objet de la législation américaine même si les règles canadiennes étaient éliminées, si leurs obligations sont émises sur le marché des valeurs mobilières des États-Unis. Notre première recommandation est par conséquent la suivante :

R1 : Tant et aussi longtemps que la *Loi de 1939* demeure en vigueur aux États-Unis, la législation canadienne régissant les actes de fiducie ne devrait pas être abandonnée en faveur d'une déréglementation.

[68] Nous allons maintenant passer à une discussion plus détaillée sur les modalités de la législation canadienne uniforme et améliorée. Cependant, si les États-Unis devaient éliminer leur législation régissant les actes de fiducie ou en réduire les règles, il y aurait une certaine sagesse à réexaminer la question de savoir si le Canada devrait suivre la même voie.

[69] **Législation uniforme** : La prochaine question consiste à savoir si le Canada bénéficierait de l'adoption d'une législation uniforme. Selon nous, de nombreux facteurs militent en faveur de l'uniformité. Un manque d'uniformité ajoute autant à la complexité qu'aux coûts d'émission des titres. Ce manque d'uniformité mine également l'efficacité assurée par la loi, ne serait-ce que par la confusion créée par la question de savoir quelles sont les règles de droit qui s'appliquent. Dans de nombreux domaines de droit, et au chapitre de la politique socio-

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

économique, on peut faire valoir que les pratiques sociales, culturelles et commerciales diffèrent suffisamment d'une province à l'autre pour justifier l'adoption d'approches différentes à l'égard des aspects de la réglementation économique. Ce qui est loin d'être le cas pour l'émission des titres sur les marchés financiers. La plupart de ces titres sont détenus par des investisseurs institutionnels, lesquels exercent leurs activités à l'échelle nationale ou internationale. De plus, les intérêts dominants sont uniformes d'une province et d'un territoire à l'autre. Les émetteurs de titres souhaitent avoir accès aux capitaux. Les investisseurs souhaitent s'assurer que leurs investissements sont valides, effectifs et capables d'être exécutés rapidement. L'uniformité est la voie la mieux adaptée pour répondre à ces besoins, ce qui nous amène à formuler notre deuxième recommandation :

R2 : La cohérence des marchés financiers au Canada signifie que tous les territoires canadiens devraient se doter d'une loi modèle uniforme (ou substantiellement harmonisée).

[70] À notre avis, une approche préconisant une législation uniforme accomplit les objectifs suivants : (a) une cohérence parmi tous les territoires participants; (b) l'élimination d'une double réglementation; et (c) la reconnaissance mutuelle des lois en vigueur dans tous les territoires du Canada.

[71] **Application aux émetteurs privés et publics** : Nous remarquons que les pratiques en vigueur sur le marché exigent déjà le respect volontaire des dispositions des lois régissant les actes de fiducie même de la part d'émetteurs publics. En règle générale, lorsque le marché évolue en rendant conformes au marché réglementé des titres non réglementés, il convient

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

d'élargir le champ d'application de la réglementation aux titres en question. Les obligations émises par les émetteurs publics présentent exactement le même type de risque que celles émises au public investisseur. S'il est nécessaire de réglementer les fiduciaires d'obligations de société, il est tout aussi nécessaire de réglementer tous les fiduciaires d'obligations. Par conséquent, notre prochaine recommandation est la suivante :

R3 : Les dispositions relatives aux actes de fiducie devraient s'appliquer à tous les émetteurs (y compris les émetteurs privés et publics comme les sociétés de fiduciaires, les sociétés en commandite et les sociétés à responsabilité limitée).

[72] **Une approche fondée sur le droit des valeurs mobilières** : Une question à résoudre est de savoir si la législation sur les actes de fiducie devrait faire partie du droit des sociétés par actions ou du droit des valeurs mobilières. Aux États-Unis, il a toujours été clair que la réglementation des actes de fiducie est une question qui relevait du droit des valeurs mobilières. La *Loi de 1939* est l'une des lois administrées par la SEC; elle ne s'applique qu'aux actes de fiducie dans le cadre desquels un prospectus ou une déclaration d'enregistrement est déposé ou qu'il y a appel public à l'épargne d'obligations. La *Loi de 1939* exige la qualification auprès de la SEC du prospectus et de l'acte de fiducie à la fois. La SEC est l'organisme responsable d'accorder les dispenses. Aux États-Unis, le gouvernement fédéral n'a qu'un pouvoir limité de légiférer à l'égard des sociétés par actions en tant que telles. Sa capacité à réglementer les valeurs mobilières découle de sa compétence sur le commerce entre États.

[73] Au Canada, la caractérisation de la législation sur les actes de fiducie est ambiguë. En vertu de la LCSA et des lois qui ont adopté un libellé qui y est étroitement lié, la réglementation

des actes de fiducie est bien ancrée dans le domaine du droit des sociétés par actions. Bien que les préoccupations visant les valeurs mobilières ne soient pas pertinentes en vertu de la LCSA (elle ne s'applique que lorsque les titres de créance font l'objet d'un appel public à l'épargne), l'administration de cette partie de la loi n'est pas effectuée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières, mais plutôt par le directeur nommé en vertu de la LCSA. À l'opposé, les dispositions ontariennes sur les actes de fiducie, bien que prévues à la partie V de la LOSA et non dans la LVMO, sont étroitement liées au régime du droit des valeurs mobilières. Les dispositions entrent en jeu une fois que le prospectus est déposé en vertu de la LVMO. La partie V s'applique à tous les émetteurs privés, qu'ils soient constitués en vertu de la LOSA ou en vertu de la loi fédérale, ou d'une loi extra-provinciale ou étrangère. C'est à la CVMO qu'incombe le pouvoir de dispenses, plutôt qu'au directeur en vertu de la LOSA. Le droit en Colombie-Britannique est semblable à celui de l'Ontario.

[74] À notre avis, l'approche fondée sur le droit des valeurs mobilières est celle qui doit être préconisée. Les dispositions devraient s'appliquer à tous les actes de fiducie, quel que soit le domicile ou la nature de l'émetteur, s'il distribue ses obligations dans une province ou un territoire en particulier. De plus, nous croyons que c'est la Commission des valeurs mobilières, et non le directeur nommé en vertu de la loi pertinente sur les sociétés par actions, qui est le mieux placé pour exercer une surveillance raisonnable sur le marché des actes de fiducie. Par conséquent, notre quatrième recommandation est la suivante :

R4 : Les actes de fiducie devraient être réglementés en vertu des lois sur les valeurs mobilières plutôt qu'en vertu des lois sur les sociétés par actions. Le domicile d'un émetteur ne devrait pas être pertinent dans le cadre du régime réglementaire

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

qui s'applique. La question cruciale est de savoir si un émetteur distribue les titres dans un territoire donné. Sous réserve des dispenses applicables comme l'indiquent les présentes recommandations (c.-à-d., le régime réciproque d'exemptions), les actes de fiducie applicables à tous les titres distribués dans un territoire donné devraient faire l'objet des lois sur les valeurs mobilières applicables à ce territoire.

[75] **Recours à l'approche préconisant les Normes canadiennes**: Bien que nous recommandions que les dispositions pertinentes sur les actes de fiducie relèvent des lois sur les valeurs mobilières pertinentes plutôt que des lois sur les sociétés par actions, à notre avis, le régime législatif devrait prévoir une base de réglementation au lieu d'en préciser les détails. Les détails plus précis au chapitre de la réglementation devraient être énoncés dans un ensemble de mesures législatives subordonnées comparables au système de Normes canadiennes des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »)³². Le recours à une norme canadienne comporte les avantages suivants : premièrement, il s'agit d'une approche très souple, qui permet aux membres des ACVM de répondre rapidement aux exigences réglementaires et du marché en constante évolution. Deuxièmement, il s'agit maintenant de l'approche reconnue en matière de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Troisièmement, au lieu de disposer de plusieurs lois différentes, dont chacune utilise un libellé quelque peu différent, pour tenir compte des préférences de rédaction du pouvoir législatif ou du parlement local, les normes canadiennes ont un champ d'application véritablement national et uniforme. Nous estimons que l'adoption d'une telle approche entraînerait une plus grande uniformité parmi les territoires participants³³. Par conséquent, notre prochaine recommandation est la suivante :

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

R5 : Les ACVM devraient élaborer une norme canadienne uniforme (la « Norme canadienne ») qui remplacerait toutes les dispositions légales fédérales, provinciales et territoriales régissant l'ensemble des exigences minimales applicables aux actes de fiducie. Un émetteur et un acte de fiducie seraient réputés conformes à la loi provinciale/territoriale s'ils sont conformes à la Norme canadienne.

[76] **Loi fédérale ou provinciale** : Nous n'exprimons aucune opinion quant à savoir si la compétence sur le droit des valeurs mobilières devrait relever du palier de gouvernement fédéral ou provincial. Cependant, à notre avis, la responsabilité des actes de fiducie devrait logiquement incomber au palier de gouvernement qui veille à la réglementation sur les valeurs mobilières.

R6 : Dans la mesure où la qualification de la distribution des valeurs mobilières au moyen de prospectus relève de la compétence fédérale, les dispositions sur les actes de fiducie devraient être ajoutées au moyen d'une modification aux lois visées.

[77] **Reconnaissance réciproque** : En vertu du modèle actuel de la LCSA, un émetteur visé par cette loi peut être soustrait du régime de la LCSA s'il dépose un prospectus en Ontario ou en Colombie-Britannique ou s'il dépose un prospectus ou une déclaration d'enregistrement aux États-Unis³⁴. Selon nous, il s'agit là d'une bonne première étape. Cependant, étant donné que les demandes pour de telles dispenses sont presque toujours accordées dans certains territoires, nous proposons que des dispenses automatiques et générales soient accordées dans le cas d'un acte de fiducie se conformant aux lois de certains territoires prescrits. Cette approche serait conforme

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

aux dispenses générales prévues à la *Loi de 1939* (voir le paragraphe 33 ci-dessus) et à notre recommandation énoncée ci-dessous, qu'au lieu de répondre aux règles législatives actuelles, les actes de fiducie se conforment à la Norme canadienne et que la LCSA devrait prévoir l'application de cette Norme.

En outre, les lois sur les sociétés par actions fédérale, provinciales et territoriales qui prévoient des dispositions sur les actes de fiducie devraient être modifiées de façon à ce qu'elles soient réputées se conformer aux lois visées, si l'émetteur se conforme à cette Norme canadienne ou aux dispositions sur les actes de fiducie de la LOSA ou de la BCBCA. Cette disposition déterminative peut être nécessaire pour permettre aux émetteurs ou aux cautions canadiens de continuer de recevoir une dispense partielle en vertu de la *Loi de 1939* pour les actes de fiducie qui se conforment aux dispositions de la LSCA, de la LOSA ou de la BCBCA.

R7 : La LCSA (et ses règlements) et les autres lois fédérales sur les sociétés devraient être modifiées en vue de prévoir ce qui suit :

- (a) une dispense automatique lorsque l'acte de fiducie est régi par une loi prescrite;
- (b) une dispense automatique lorsqu'il n'est pas nécessaire de déposer un prospectus à l'égard du titre de créance au Canada.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

Les lois prescrites peuvent inclure la LOSA, la BCBCA et la *Loi de 1939*. De plus, les règlements peuvent être modifiés de temps à autre pour inclure la législation des autres provinces et territoires ou la Norme canadienne.

[78] **Dispenses discrétionnaires** : Lorsqu'une dispense générale n'est pas disponible, nous recommandons que l'autorité en valeurs mobilières pertinente ait le pouvoir d'accorder une dispense discrétionnaire, dans les cas non contraires à l'intérêt public. Nous sommes également d'avis qu'il devrait être possible d'assujettir cette dispense à certaines conditions. Ces modifications entraîneraient l'adoption d'un régime de dispense qui serait comparable au pouvoir de dispense de la SEC en vertu de la répétition actuelle de la *Loi de 1939*. Par conséquent, notre prochaine recommandation est la suivante :

R8 : La loi devrait prévoir un régime de dispense discrétionnaire précis qui serait offert, sur demande, dans tous les autres cas lorsque la Commission des valeurs mobilières (ou dans le cas de la LCSA, le directeur) est convaincu que la dispense n'est pas contraire à l'intérêt public. La Commission des valeurs mobilières (ou, dans le cas de la LCSA, le directeur) aurait le pouvoir de joindre des conditions à une telle dispense. Par exemple, un émetteur étranger (autre qu'un émetteur américain) qui souhaite avoir accès au marché financier canadien peut être en mesure de demander d'être soustrait de l'application de la législation canadienne au motif que la législation de son pays d'origine protège de façon satisfaisante les investisseurs canadiens.

[79] **Cas où la réglementation devrait être déclenchée** : En accord avec notre point de vue que la législation sur les actes de fiducie devrait être administrée dans le cadre du droit des valeurs mobilières, le groupe de travail recommande que l'application du régime réglementaire devrait être similaire à l'approche suivie dans la *Loi de 1939*. En d'autres mots, la conformité aux exigences réglementaires devrait être requise dès qu'il y a dépôt d'un prospectus ou d'une déclaration d'enregistrement visant les obligations auxquelles les actes de fiducie se rattachent. L'application du régime devrait être lié à un événement objectivement vérifiable. L'élément déclencheur actuel de la LCSA et d'autres lois liées à l'appel « public » à l'épargne peut découler d'ambiguïtés et de l'application non uniforme des exigences législatives aux distributions des titres dans le cadre d'un placement privé qui peut ou peut ne pas viser les membres du « public ».

R9 : Un émetteur devrait être assujéti à des dispositions obligatoires régissant les actes de fiducie s'il est tenu en vertu des lois canadiennes applicables (loi fédérale et lois provinciales ou territoriales) de déposer un prospectus relativement à l'émission des titres. Par conséquent, un émetteur canadien qui n'est pas tenu de déposer un prospectus dans un territoire canadien quel qu'il soit parce que les titres ne sont pas offerts à des investisseurs canadiens ne devrait pas être assujéti à l'exigence de se conformer aux dispositions canadiennes sur les actes de fiducie. De même, cette règle continuerait d'exclure les titres placés par voie privée (y compris les instruments de prêt) du régime des actes de fiducie.

[80] **Résidence des fiduciaires** : La législation canadienne et américaine actuelle ne démontre aucune uniformité dans l'approche relative à la résidence et au statut des fiduciaires.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

En vertu de la LCSA, une société de fiducie canadienne fédérale ou provinciale doit être un fiduciaire de l'acte de fiducie pour qu'un émetteur agréé en vertu de la LCSA pour exercer ses activités. Cependant, lorsqu'une dispense est accordée pour se soustraire du régime de la LCSA en faveur de la *Loi de 1939*, il s'ensuit qu'en pratique, une société de fiducie constituée en vertu d'une loi fédérale ou d'une loi étatique américaine peut être nommée. La partie V de la LOSA n'exige pas expressément qu'un fiduciaire désigné aux termes d'un acte constitutif soit une société de fiducie, bien que le fiduciaire soit tenu d'être résident de l'Ontario ou autorisé à y exploiter son entreprise. Si un fiduciaire est une société, alors il doit être effectivement une société de fiducie en vertu de la *Loi sur les sociétés de prêt et de fiducie* (Ontario) pour agir, mais uniquement lorsqu'il y a distribution de titres en Ontario (pour rendre la partie V applicable).

[81] Si une société constituée en vertu de la LOSA ne distribue des titres qu'à l'extérieur de l'Ontario, alors la partie V de la LOSA n'est pas applicable. Dans ce cas, la question de savoir si le fiduciaire désigné aux termes de l'acte constitutif devrait être une société de fiducie ou un particulier incombe au marché. Dans la pratique, régler la forme juridique du fiduciaire désigné aux termes d'un acte constitutif est inutile. Les sociétés de fiducie conservent un verrou de sécurité sur l'entreprise.

[82] En vertu de la *Loi de 1939*, au moins un fiduciaire doit être une société de fiducie constituée en vertu d'une loi fédérale ou étatique américaine. La SEC a le pouvoir d'accorder des dispenses et l'utilise pour soustraire les actes de fiducie de l'exigence de nommer à titre de fiduciaire une société de fiducie nationale américaine. Comme nous en avons discuté à l'alinéa (iii) de la partie II.2(b)(iii) ci-dessus, la *Loi de 1939* exige la réciprocité.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

[83] Le groupe de travail favorise le recours à l'approche préconisant les Normes canadiennes comme instrument principal en matière de réglementation des actes de fiducie. Aux termes de cette option, les ACVM élaboreraient et promulgueraient une règle nationale uniforme (la « Norme canadienne ») applicables aux actes de fiducie. Dans le cas des actes de fiducie régis par le droit applicable au Québec, la Norme canadienne devrait prévoir une exclusion limitée pour les dispositions qui sont déjà couvertes par le *Code civil du Québec*. Nous nous attendons à que cette Norme canadienne prévoie que le fiduciaire soit une société de fiducie canadienne de régime fédéral ou provincial. Cette approche pourrait également prévoir que pour se conformer aux Normes canadiennes, il faut également respecter les dispositions de la *Loi de 1939*. Cela pourrait également permettre aux sociétés de fiducie aux États-Unis d'agir à titre de fiduciaires. Par conséquent, notre prochaine recommandation est la suivante :

R10 : La Norme canadienne devrait :

- (a) préciser si un fiduciaire doit être une société de fiducie constituée en vertu de la loi fédérale ou d'une loi provinciale ou territoriale canadienne ou une loi fédérale ou étatique américaine;
- (b) ne pas inclure la règle expresse de la LOSA qui interdit à un fiduciaire d'agir en tant que séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur (dans la mesure où ces dispositions sont inutiles);
- (c) inclure une exclusion limitée pour les dispositions qui sont déjà couvertes par le *Code civil du Québec*.

[84] **Règles sur les conflits d'intérêts** : Malgré une certaine controverse, la *Loi de 1990 sur la réforme* a modifié le devoir de diligence prévu par la loi applicable aux fiduciaires en vertu de la *Loi de 1939* de sorte qu'il n'est efficacement applicable qu'en cas de défaut, et non avant le défaut. Il ne s'agit pas encore d'un problème au Canada, et les sociétés de fiducie qui agissent en tant que fiduciaires canadiens n'ont pas cherché à obtenir une modification parallèle de ce côté-ci de la frontière. Bien que la position légale actuelle ne soit pas claire, il existe un nombre considérable de décisions américaines rendues antérieurement à 1939 qui indiquent qu'avant un défaut, l'opinion générale veut que les fonctions exercées par les fiduciaires désignés aux termes de l'acte constitutif soient largement administratives. Bien que cette jurisprudence soit suffisante pour résoudre la question, nous ne voyons aucune raison d'abandonner l'approche préconisée dans la LCSA et dans toutes les autres lois canadiennes. Par conséquent, nous recommandons ce qui suit :

R11 : La loi uniforme devrait reprendre les dispositions de la LCSA :

- (a) qui établissent les obligations légales de diligence et de loyauté;
- (b) qui régissent les certificats de conformité, les avis de cas de défaut et la remise au fiduciaire d'une liste des détenteurs de titres de créance.

[85] L'approche préconisée par la LCSA, la LOSA et la BCBCA est d'interdire les conflits d'intérêts sérieux ou d'exiger la résolution de ces conflits dans un délai de 90 jours. La LCSA, la LOSA et la BCBCA ne définissent pas précisément ce que constitue un « conflit d'intérêts sérieux ». L'approche adoptée par la *Loi de 1939* est d'énumérer les types précis de conflits

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

d'intérêts interdits. Depuis l'entrée en vigueur de la *Loi de 1990 sur la réforme*, il existe dix catégories de conflits spécifiques. Cependant, avec une seule exception limitée, la *Loi sur la réforme* énonce que les conflits d'intérêts ne sont évalués (ou ne deviennent que légalement pertinents) qu'au moment où un défaut survient ou après (que l'avis ait été donné ou que les délais se soient écoulés de sorte que le défaut devienne un « cas de défaut » au sens de l'acte de fiducie).

[86] Encore là, il ne s'agit pas encore d'un problème au Canada, et les sociétés de fiducie qui sont actives à ce chapitre n'ont pas cherché à obtenir un assouplissement des règles en vertu de la législation canadienne. Il se peut que l'inclusion du qualificatif « sérieux » dans l'expression « conflit d'intérêts sérieux » écarte les conflits d'intérêts qui surviennent avant le défaut (alors que le fiduciaire n'est aucunement incité à agir de façon contraire aux intérêts des détenteurs des titres de créance). Il semble que, près de 40 ans après leur promulgation dans le cadre de la LOSA de 1970, les dispositions sur les actes de fiducie de la LCSA et la législation sur les sociétés de même origine n'ont jamais été examinées judiciairement. Par conséquent, alors que d'une part, certaines questions d'interprétation demeurent en suspens, on ne peut pas sérieusement faire valoir que l'état du droit « incertain » actuel semble mener à des litiges coûteux ou à de l'injustice. Cela nous mène à notre prochaine recommandation :

R12 : La loi uniforme devrait inclure les dispositions de la LCSA interdisant les conflits d'intérêts sérieux et prévoir la résolution de ceux-ci dans un délai de 90 jours.

[87] Un problème possible est de savoir si l'exigence qui consiste à éviter des conflits d'intérêts sérieux agit comme une barrière à l'entrée sur le marché par des sociétés de fiducie

éventuelles qui souhaitent offrir de tels services au Canada. Si tel est le cas, on pourrait alors envisager la codification de la règle de la *Loi sur la réforme* voulant qu'un conflit d'intérêts ne devienne invalidant qu'après un défaut et, quoi qu'il en soit, le fiduciaire désigné aux termes de l'acte constitutif peut demander une dispense temporaire ou permanente (plutôt que d'imposer à l'émetteur et aux créanciers obligataires la dépense supplémentaire que constitue l'embauche d'un fiduciaire désigné aux termes de l'acte de fiducie suppléant).

[88] Interdiction de mise sous séquestre : La règle de la LOSA qui interdit à un fiduciaire d'agir en tant que séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur est extensible. À la lumière de nos discussions antérieures sur les conflits d'intérêts, nous voyons que peu d'avantages à maintenir en vigueur cette interdiction. Au moment où les dispositions de la LOSA ont été initialement mises en œuvre, les tribunaux n'ont eu que de rares occasions d'encadrer le processus de mise sous séquestre. Compte tenu des nombreuses modifications législatives dans le domaine des relations entre débiteurs et créanciers et du concept en pleine expansion de l'obligation fiduciaire en common law, ce n'est plus le cas. Dans le cas peu probable où les problèmes étaient liés à la présence d'un fiduciaire qui agissait également à titre de séquestre, ces problèmes sont mieux traités au cas par cas plutôt que dans le cadre d'une règle générale. Par conséquent, nous recommandons ce qui suit :

R13 : La loi uniforme ne devrait pas inclure la règle de la LOSA qui interdit à un fiduciaire d'agir en tant que séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur de l'émetteur.

8. Modifications considérées mais non recommandées

[89] **Dispenses** : Il semble ne pas y avoir de demandes au Canada pour la création de dispenses précises supplémentaires par rapport aux régimes actuels régissant les actes de fiducie. À l'opposé, aux États-Unis, en raison de la *Loi de 1990 sur la réforme*, les actes de fiducie de petite envergure (moins de 100 millions de dollars US) sont automatiquement dispensés du régime de réglementation. Certaines préoccupations doivent être soulevées en ce qui concerne l'adoption d'une dispense au niveau plancher de ce genre. Très souvent, il s'agit d'émissions de titres de faible valeur qui offrent aux fraudeurs les occasions les plus séduisantes. Au lieu de créer une dispense pour les actes de fiducie de petite envergure, l'approche privilégiée serait de conférer aux commissions des valeurs mobilières le pouvoir d'accorder des dispenses non contraires à l'intérêt public. Nous recommandons par conséquent ce qui suit :

R14 : La loi uniforme ne doit pas suivre les modifications de 1990 apportées à la *Loi de 1939* en incluant une dispense pour les petits émetteurs.

[90] De plus, le groupe de travail s'est penché sur les aspects suivants de la *Loi de 1939* et a déterminé qu'il n'y aurait aucun avantage à adopter l'un ou l'autre d'entre eux :

- L'adoption d'une règle de l'unanimité pour les modifications défavorables apportées aux dispositions sur le capital, l'intérêt et les échéances prévues dans les actes de fiducie. Les investisseurs avisés devraient être autorisés à négocier ou à demander une formule de modification appropriée dans leurs actes de fiducie. La liberté contractuelle semble préférable à l'uniformité législative.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

L'inconvénient de l'approche américaine est qu'elle fait en sorte que les sociétés par actions intentent des poursuites inutiles et coûteuses en vertu du Chapitre 11 de la *US Bankruptcy Code*, simplement pour contourner l'exigence de l'unanimité en vertu de la *Loi de 1939*. Au Canada, c'est soit la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, soit la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (plus probablement, cette dernière) qui permettrait de contourner l'exigence de manière semblable. Il est inutile d'adopter une disposition réglementaire lorsque cette règle peut être contournée par une autre législation.

- L'exigence voulant qu'un fiduciaire partage avec les détenteurs des titres de créance, *pari passu*, certains paiements qu'il reçoit après un défaut ou dans un délai de 90 jours du défaut. Cette approche annule le statut relatif des créanciers garantis, non garantis ou subordonnés que les détenteurs de titres de créance ont volontairement choisi d'assumer.

Notre recommandation finale est par conséquent la suivante :

R15 : La loi uniforme ne devrait pas être élargie pour inclure davantage de dispositions que ce qui est présentement couvert par la LCSA et non prévues par la *Loi de 1939*, y compris les exigences suivantes :

- (a) que les modifications défavorables apportées aux dispositions sur le capital, l'intérêt et les remboursements prévues dans les actes de fiducie exigent l'approbation des détenteurs de titres à l'unanimité;

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

- (b) que les paiements reçus par le fiduciaire dans un délai de 90 jours du défaut soient partagés, *pari passu*, avec les détenteurs de titres de créance.

[91] En résumé, il semble qu'il y ait peu d'avantages, voire aucun, à adopter des dispositions qui n'ont ni étaient prévues par les comités Lawrence et Dickerson il y a 40 ans, ni par la *Loi de 1939*.

9. Résumé des recommandations

1. Tant et aussi longtemps que la *Loi de 1939* demeure en vigueur aux États-Unis, la législation canadienne régissant les actes de fiducie ne devrait pas être abandonnée en faveur d'une déréglementation.
2. La cohérence des marchés financiers au Canada signifie que tous les territoires canadiens devraient se doter d'une loi modèle uniforme (ou substantiellement harmonisée).
3. Les dispositions relatives aux actes de fiducie devraient s'appliquer à tous les émetteurs (y compris les émetteurs privés et publics comme les sociétés de fiducies, les sociétés en commandite et les sociétés à responsabilité limitée).
4. Les actes de fiducie devraient être réglementés en vertu des lois sur les valeurs mobilières plutôt qu'en vertu des lois sur les sociétés par actions. Le domicile d'un émetteur ne devrait pas être pertinent dans le cadre du régime réglementaire qui s'applique. La question cruciale est de savoir si un émetteur distribue les titres dans un territoire donné. Sous réserve des dispenses

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

applicables comme l'indiquent les présentes recommandations (c.-à-d., le régime réciproque d'exemptions), les actes de fiducie applicables à tous les titres distribués dans un territoire donné devraient faire l'objet des lois sur les valeurs mobilières applicables à ce territoire.

5. Les ACVM devraient élaborer une Norme canadienne qui remplacerait toutes les dispositions légales fédérales, provinciales et territoriales régissant l'ensemble des exigences minimales applicables aux actes de fiducie. Un émetteur et un acte de fiducie seraient réputés conformes à la loi provinciale/territoriale s'ils sont conformes à la Norme canadienne.

6. Dans la mesure où la qualification de la distribution des valeurs mobilières au moyen de prospectus relève de la compétence fédérale, les dispositions sur les actes de fiducie devraient être ajoutées au moyen d'une modification aux lois visées.

7. La LCSA (et ses règlements) et les autres lois fédérales sur les sociétés devraient être modifiées en vue de prévoir ce qui suit :

- (a) une dispense automatique lorsque l'acte de fiducie est régi par une loi prescrite;
- (b) une dispense automatique lorsqu'il n'est pas nécessaire de déposer un prospectus à l'égard du titre de créance au Canada.

Les lois prescrites peuvent inclure la LOSA, la BCBCA et la *Loi de 1939*. De plus, les règlements peuvent être modifiés de temps à autre pour inclure la législation des autres provinces et territoires ou la Norme canadienne.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

8. La loi devrait prévoir un régime de dispense discrétionnaire précis qui serait offert, sur demande, dans tous les autres cas lorsque la Commission des valeurs mobilières (ou dans le cas de la LCSA, le directeur) est convaincu que la dispense n'est pas contraire à l'intérêt public. La Commission des valeurs mobilières (ou, dans le cas de la LCSA, le directeur) aurait le pouvoir de joindre des conditions à une telle dispense. Par exemple, un émetteur étranger (autre qu'un émetteur américain) qui souhaite avoir accès au marché financier canadien peut être en mesure de demander d'être soustrait de l'application de la législation canadienne au motif que la législation de son pays d'origine protège de façon satisfaisante les investisseurs canadiens.

9. Un émetteur devrait être assujéti à des dispositions obligatoires régissant les actes de fiducie s'il est tenu en vertu des lois canadiennes applicables (loi fédérale et lois provinciales ou territoriales) de déposer un prospectus relativement à l'émission des titres. Par conséquent, un émetteur canadien qui n'est pas tenu de déposer un prospectus dans un territoire canadien quel qu'il soit parce que les titres ne sont pas offerts à des investisseurs canadiens ne devrait pas être assujéti à l'exigence de se conformer aux dispositions canadiennes sur les actes de fiducie. De même, cette règle continuerait d'exclure les titres placés par voie privée (y compris les instruments de prêt) du régime des actes de fiducie.

CONFÉRENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA

10. La Norme canadienne devrait :
 - (a) préciser si un fiduciaire doit être une société de fiducie constituée en vertu de la loi fédérale ou d'une loi provinciale ou territoriale canadienne ou une loi fédérale ou étatique américaine;
 - (b) ne pas inclure la règle expresse de la LOSA qui interdit à un fiduciaire d'agir en tant que séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur (dans la mesure où ces dispositions sont inutiles);
 - (c) inclure une exclusion limitée pour les dispositions qui sont déjà couvertes par le *Code civil du Québec*.
11. La loi uniforme devrait reprendre les dispositions de la LCSA :
 - (a) qui établissent les obligations légales de diligence et de loyauté;
 - (b) qui régissent les certificats de conformité, les avis de cas de défaut et la remise au fiduciaire d'une liste des détenteurs de titres de créance.
12. La loi uniforme devrait inclure les dispositions de la LCSA interdisant les conflits d'intérêts sérieux et prévoir la résolution de ceux-ci dans un délai de 90 jours.
13. La loi uniforme ne devrait pas inclure la règle de la LOSA qui interdit à un fiduciaire d'agir en tant que séquestre, administrateur-séquestre ou liquidateur de l'émetteur.

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

14. La loi uniforme ne doit pas suivre les modifications de 1990 apportées à la *Loi de 1939* en incluant une dispense pour les petits émetteurs.
15. La loi uniforme ne devrait pas être élargie pour inclure davantage de dispositions que ce qui est présentement couvert par la LCSA et non prévues par la *Loi de 1939*, y compris les exigences suivantes :
- (a) que les modifications défavorables apportées aux dispositions sur le capital, l'intérêt et les remboursements prévues dans les actes de fiducie exigent l'approbation des détenteurs de titres à l'unanimité;
- (b) que les paiements reçus par le fiduciaire dans un délai de 90 jours du défaut soient partagés, *pari passu*, avec les détenteurs de titres de créance.

¹ En ce qui concerne la position d'un fiduciaire en vertu des principes généraux du droit en equity, voir les commentaires du juge Maugham, dans l'affaire intéressant *Dorman, Long & Co. Ltd.*, [1934] 1 Ch. 636, à la p. 671. pour ce qui est de la responsabilité en common law, voir : *Mutual Life Citizens Co. v. Evatt*, [1971] A.C. 793 (P.C.); *Unfair Contracts Terms Act 1977*; *Midland Bank Trustee (Jersey) Ltd. v. Federated Pension Services Ltd.*, [1997] 2 L.R.C. 81 (C.A. Jersey); *Bartlett v. Barclays Bank Trust Co Ltd.* [1980] 1 All E.R. 139 selon le juge Brightman, à la p. 152.

² Dans l'union européenne, la *Directive concernant les marchés d'instruments financiers 2004 (2004/39/CE)* établit les règles de gestion des conflits d'intérêts par les entreprises d'investissement et les banques qui exploitent des sociétés de placement. La définition des services et des activités d'investissement se rattache principalement aux opérations de rachat et de vente de valeurs mobilières, de gestion de portefeuille, de conseils en placements et de prise ferme. De l'avis de la première autorité en droit financier européen, cette directive ne [TRADUCTION] « semble pas agir à titre de représentant d'un syndicat de preneurs fermes ou de fiduciaire de créanciers obligataires, de sorte que les dispositions ne devraient pas s'appliquer à ces activités ». Philip Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, (London : Thomson, Sweet & Maxwell, 2007, 2^e éd.), au par. 17-009

³ Une modification du droit corporatif aurait besoin de se réconcilier avec les exemptions prévues à la *United States Trust Indenture Act of 1938*.

⁴ *Report of the Select Committee on Company Law*, (Toronto : Queen's Printer, 1967), au par. 11.1.1

⁵ S.L. Schwarcz et G. Sergi, « Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee, » (2008), 59 Ala. L. Rev. 1037

⁶ *Elektrim SA v. Vivendi Holdings I Corp.; Law Debenture Trust Corp. plc v. Vivendi Holdings I Corp.*, [2008] E.W.C.A. Civ. 1178, selon le Lord Justice Lawrence-Collins, au par. 2 : [traduction] « Le recours à un fiduciaire est un moyen efficace de centraliser la gestion et l'exécution des obligations. Les créanciers obligataires agissent par l'intermédiaire d'un fiduciaire, et partagent *pari passu* (à parts égales) le patrimoine de l'investissement, et ne se font pas concurrence. Le fiduciaire représente et protège les créanciers obligataires, lesquels sont considérés comme formant une catégorie, et seul un pourcentage déterminé de créanciers donne au fiduciaire des directives. Un tel système favorise la liquidité. Les créanciers obligataires individuels comptent sur le fiduciaire comme seul responsable du mécanisme d'application et peuvent être assurés que lors de l'application, le capital et les intérêts seront distribués *pari passu* ». Les créanciers obligataires individuels comptent sur le fiduciaire comme seul responsable du mécanisme d'application et peuvent être assurés que lors de l'application, le capital et les intérêts seront distribués *pari passu* ».

⁷ C.E. Dropkin, « Implied Civil Liability Under the *Trust Indenture Act*, » (1978), 52 Tulane L. Rev. 299

⁸ [TRADUCTION] « [...] l'attrait commercial des obligations dépend, dans une mesure négligeable, du caractère des personnes qui sont choisies pour gérer la fiducie. Si leur intégrité et leur capacité à gérer des sommes d'argent est bien connue, les obligations sont plus faciles à vendre » *Merrill v. Farmers Loan & Trust Co.* 31 N.Y. Sup. Ct. 297, à la p. 299 (1881)

⁹ K. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, (Toronto : LexisNexis, 2007, 2^e éd.), aux pp. 1038-39

¹⁰ (2006), 191 Fed. Appx. 118 (3rd Cir.)

¹¹ American Bankers Association, Corporate Trust Committee, « The Trustee's Role in Asset-Backed Securities », 12 mars 2003, en ligne à l'adresse www.aba.com/NR/rdonlyres/B1449D99.../TRUSTEES999997.doc

¹² Voir, par exemple, *Semi-Tech Litigation, LLC v. Bankers Trust Co.* 353 F. Supp. 2d 460 (S.D.N.Y. 2004)

¹³ Amanda J. Kiefer, « Kansas Blue Sky Law is not On the Market », (2003), 42 Washburn L.J. 281, à la p. 295

¹⁴ Will Payne, « How Kansas Drove Out A Set Of Thieves », (2 décembre 1911), 184 *The Saturday Evening Post* (n° 23)

¹⁵ Jonathon R. Macey, Geoffrey P. Miller, « Origins of the Blue Sky Laws », (1991) 70 Tex. L. Rev. 347

¹⁶ Voir également *Moos v. Landowners' Oil Assoc.*, 15 P.2d 1073, à la p. 1076 (Kan. 1932) : [TRADUCTION] « Le taux de natalité excessif de la « bonne poire » est proverbial, et il n'y a aucune mesure de contrôle des naissances adéquate pour empêcher la reproduction d'individus peu scrupuleux qui s'en prennent à ceux qui sont faciles à duper. D'où la nécessité d'adopter une loi sur les escroqueries ».

¹⁷ « SEC Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part VI, 1936 »

¹⁸ Publié dans « To Provide for the Regulation of the Sale of Certain Securities in Interstate and Foreign Commerce and through the Mails, and the Regulation of the Trust Indentures Under Which the Same Are Issued and For Other Purposes », Audiences devant un sous-comité du Senate Comm. on Banking and Currency, 76^e Cong. 34 (1939)

LOI UNIFORME ET SIMPLIFIÉE SUR LES ACTES DE FIDUCIE

- ¹⁹ Copié à partir de Kay Giesecke, Stephen Schaefer, Francis A. Longstaff, Ilya Strebulaev, « Corporate Bond Default Risk: A 150 Year Perspective », disponible en ligne à l'adresse : <http://www.stanford.edu/dept/MSandE/cgi-bin/people/faculty/giesecke/pdfs/glss.pdf>
- ²⁰ 11 avril 1935, Securities Exch. Act Release n° 137
- ²¹ Voir également *Hazzard v. Chase National Bank*, 159 Misc. 57, 83; conf. par. 257 App. Div. 950; conf. par 282 N. Y. 652 (C.A.N.Y., 1940); *Continental Corp. v. First National Bank of Westfield*, 285 Mass. 419; 189 N.E. 184; 1934 Mass. LEXIS 943 (S.J.C. of Mass., 1934); voir également *Richardson v. Union Mortg. Co.*, 210 Iowa 346; 228 N.W. 103; (S.C. Iowa, 1930), selon le juge Kindig.
- ²² 15 USC. 77
- ²³ Titre 11 du *United States Code Annotated*
- ²⁴ Voir l'article 260.4d-9 en vertu du titre 17 des *United States Consolidated Federal Regulations*. La référence à la *Company Act* (Colombie-Britannique) n'a pas été mise à jour pour tenir compte de la *Business Corporations Act* (Colombie-Britannique).
- ²⁵ *Report of the Select Committee on Company Law*, (Toronto : Queen's Printer, 1967), pp. 99-103
- ²⁶ Au par. 11.1.3
- ²⁷ *Gunnar Mines Limited c. Ministre du Revenu national* (1963), 63 D.T.C. 836 (T.A.B.) — classification du revenu aux fins de l'impôt; *Montreal Trust Co. c. Atlantic Acceptance Corp.*, [1965] O.J. n° 507 (H.C. Ont.) procédure en vue de la réalisation d'actifs par un fiduciaire; *R. C Huffman Construction Company of Canada Limited c. Ministre du Revenu national*. (1965), 65 D.T.C. 597 (T.A.B.) — classification du revenu aux fins de l'impôt; *Re Meyerhoff*, [1963] B.C.J. n° 152 (B.C.S.C.) — responsabilité de l'impôt successorial; *Re McPhee Canada Permanent Trust Co. c. Stewart*, [1965] B.C.J. n° 145 (B.C.S.C.); *Brilund Mines Ltd. c. Canadian Imperial Bank of Commerce*, [1964] O.J. n° 299 (H.C. Ont.); *Aaron Kagna c. Ministre du Revenu national* (1963), 64 D.T.C. 20 (T.A.B.) — classification du revenu aux fins de l'impôt.
- ²⁸ *Richardson v. Union Mortg. Co.*, 210 Iowa 346; 228 N.W. 103; (S.C. Iowa, 1930)
- ²⁹ Voir, pour une discussion plus approfondie de la théorie économique, C.G. Veljanowski, « The Coase Theorems and The Economic Theory of Markets and Law » (1982), 35 *Kuklos* 61, Keith J. Crocker, Scott E. Masten, « Regulation and administered contracts revisited: Lessons from transaction-cost economics for public utility regulation », (1996), 9 *Journal of Regulatory Economics* 5; Oliver E. Williamson, « The Institutions of Governance », (1998), 88 *American Economic Review* (n° 2), *Papers and Proceedings of the Hundred and Tenth Annual Meeting of the American Economic Association* 75; P.L. Joskow, « The Role of Transaction Cost Economics in Antitrust and Public Utility Regulatory Policies », (1991), 7 *J. Law Econ Organ.* 53
- ³⁰ Voir, en règle générale, *Tercon Contractors Ltd. c. Colombie-Britannique*, [2010] S.C.J. n° 4
- ³¹ Voir, en règle générale, Shelanski et Klein, « Empirical Research in Transaction Cost Economics : A Review and Assessment » (1995), II N2, *Journal of Law, Economics, and Organisation*, 335
- ³² Dans ses délibérations, le groupe de travail a également examiné la viabilité d'une loi autonome comparable à la *Loi de 1939* pour le Canada. Le groupe de travail doute qu'il y ait un intérêt à créer une loi autonome traitant des actes de fiducie. L'approche de la *Loi de 1939* n'a jamais été utilisée au Canada. Contrairement au Canada, le régime de la loi fédérale américaine sur les valeurs mobilières est incorporé dans sept différentes lois fédérales. Les efforts visant à créer un *Code fédéral sur les valeurs mobilières* ont été abandonnés depuis longtemps. Nous ne voyons aucun avantage à séparer des lois sur les valeurs mobilières en différentes lois autonomes qui traiteraient de questions discrètes relevant du droit des valeurs mobilières.

³³ Une disposition analogue à celle-ci est la disposition sur les transformations en société fermée de l'article 193 de la LCSA. En effet, l'article 193 ne fonctionne que comme règle par défaut – dans ce cas, par rapport au Règlement 61-101 (Mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières). Une autre disposition analogue comparable consiste en des modifications récemment apportées aux exigences des circulaires de procuration énoncées dans la LCSA, laquelle, à quelques exceptions près, adopte le formulaire 51-102A5 (Circulaire d'information) de la Norme canadienne 51-102 (obligations d'information continue).

³⁴ Voir la trousse de dispense de la LCSA que l'on peut consulter en ligne à l'adresse : <http://www.ic.gc.ca/eic/site/cd-dgc.nsf/fra/cs02650.html>

C:\DOCUME~1\ptardif\LOCALS~1\Temp\MetaSave\TOR01-4414854-v3-

Report_on_Trust_Indenture_(formatted).DOC