

COUR DU QUÉBEC
Division administrative et d'appel

CANADA
PROVINCE DE QUÉBEC
DISTRICT DE MONTRÉAL
Chambre civile

N° : 500-80-045164-242

DATE : 24 mars 2026

SOUS LA PRÉSIDENTE DE L'HONORABLE MARTINE L. TREMBLAY, J.C.Q.

FRÉDÉRIC RACINE

PHILIPPE GAUTHIER

APPELANTS (intimés)

c.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

INTIMÉE (demanderesse)

et

TRIBUNAL ADMINISTRATIF DES MARCHÉS FINANCIERS

MIS EN CAUSE

**JUGEMENT SUR APPEL D'UNE DÉCISION
DU TRIBUNAL ADMINISTRATIF DES MARCHÉS FINANCIERS**

[1] Philippe Gauthier (« **Gauthier** ») et Frédéric Racine (« **Racine** ») (Gauthier et Racine étant collectivement désignés les « **Appelants** ») interjettent appel de la décision rendue par le Tribunal administratif des marchés financiers (le « **TAMF** ») le 24 mai 2024 (la « **Décision** »)¹ les trouvant coupables d'avoir contrevenu aux dispositions prohibant

JT 1615

¹ *Autorité des marchés financiers c. Gauthier*, 2024 QCTMF 26.

l'usage d'informations privilégiées, communément appelées « délit d'initié », en lien avec Napec Inc. (« **Napec** »), un émetteur assujetti².

[2] Les Appelants interjettent également appel des sanctions imposées par la Décision, soit des pénalités administratives, diverses interdictions et, en ce qui concerne Racine, une ordonnance de remettre à l'Intimée le montant des gains obtenus par ses transactions sur le titre de Napec.

[3] La Décision démontre l'importance des règles qui existent pour protéger l'intégrité et la confiance des investisseurs dans le marché des valeurs mobilières. En effet, lorsqu'un investisseur transige sur la base d'une information privilégiée, son cocontractant est victime de sa démarche et tout le marché est affecté. Le dommage économique qui découle de cette transaction pour une partie n'est pas moins grave parce qu'il ne s'agit que d'argent. Le gain de l'un, malhonnêtement obtenu, est la perte de celui qui suit les règles.

[4] Pour les motifs qui suivent, l'appel est rejeté.

MISE EN CONTEXTE

[5] La Décision reproche aux Appelants d'avoir entre le 3 novembre et le 4 décembre 2017, contrevenu aux articles 187 à 189 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (« **LVM** »)³ interdisant l'usage d'informations privilégiées qui, à l'époque des faits en litige, se lisent :

187. L'initié à l'égard d'un émetteur assujetti qui dispose d'une information privilégiée reliée aux titres de cet émetteur ne peut réaliser aucune opération sur ces titres ni changer un intérêt financier dans un instrument financier lié, sauf dans les cas suivants s'il peut démontrer que:

1° il est fondé à croire l'information connue du public ou de l'autre partie;

2° il se prévaut d'un plan automatique de réinvestissement de dividendes, de souscription d'actions ou d'un autre plan automatique établi par l'émetteur assujetti, selon des modalités arrêtées par écrit avant qu'il n'ait eu connaissance de cette information;

3° il y est tenu en vertu d'un contrat, dont les modalités sont arrêtées par écrit, conclu avant qu'il n'ait eu connaissance de cette information.

Dans le cas prévu au paragraphe 1° du premier alinéa, l'initié ne peut réaliser aucune opération sur les titres si l'autre partie à l'opération est l'émetteur assujetti et que cette opération n'est pas nécessaire dans le cours des affaires de l'émetteur.

188. La personne visée à l'article 187 ne peut non plus communiquer cette information ou recommander à une personne d'effectuer une opération sur les titres de l'émetteur à l'égard duquel elle est initiée, sauf dans les cas suivants:

1° elle est fondée à croire l'information connue du public ou de l'autre partie;

² Pièce D-8. Napec était inscrite à la bourse de Toronto.

³ *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V -1.1, articles 187 à 189.

2° elle doit communiquer l'information dans le cours des affaires, rien ne la fondant à croire qu'elle sera exploitée ou communiquée en infraction aux articles 187, 189 et 189.1 ou au présent article.

189. Les interdictions portées aux articles 187 et 188 sont étendues aux personnes suivantes:

1° les dirigeants et les administrateurs visés au chapitre IV du titre III ;

2° les sociétés qui appartiennent au même groupe que l'émetteur assujetti;

3° le gestionnaire de fonds d'investissement ou la personne chargée de lui fournir des conseils financiers ou de placer ses actions ou parts, ainsi que toute personne qui est initiée à l'égard de l'une de ces personnes ;

4° toute personne qui dispose d'une information privilégiée à l'occasion des rapports qu'elle entretient avec l'émetteur assujetti ou du travail qu'elle accomplit pour lui, dans ses fonctions ou dans le cadre d'activités commerciales ou professionnelles;

5° toute personne qui dispose d'une information privilégiée provenant, à sa connaissance, d'un initié ou d'une personne visée au présent article;

6° toute personne qui dispose d'une information privilégiée, qu'elle connaît comme telle, concernant un émetteur assujetti;

7° toute personne avec qui l'émetteur assujetti, un initié à l'égard de celui-ci ou une personne visée au présent article a des liens.

L'information privilégiée qui aurait été utilisée ou communiquée par les Appelants

[6] En 2017, Napec est une entreprise québécoise qui œuvre dans le secteur de l'énergie et bénéficie de conditions de crédit d'un syndicat de prêteurs (le « **Syndicat** ») formé notamment de la Banque de Montréal (« **BMO** ») qui est la « *lead bank* » et de la Banque Laurentienne du Canada (« **BLC** »).

[7] Oaktree Management L.P. (« **Oaktree** ») est un gestionnaire de placements basé à Los Angeles aux États-Unis qui compte 100 milliards de dollars américains d'actifs sous gestion au 30 septembre 2017⁴.

[8] Il est admis que l'information privilégiée que l'Intimée reproche aux Appelants d'avoir utilisée est toute information pertinente à l'existence et à la réalisation de la transaction ayant trait à la privatisation de Napec en raison de l'acquisition projetée par Oaktree de toutes les actions ordinaires émises et en circulation de Napec (la « **Transaction** »)⁵.

[9] Le 3 novembre 2017, la BMO convoque une rencontre du Syndicat à laquelle participe la BLC. En effet, pour permettre que la Transaction⁶ ne constitue pas un cas de défaut aux termes des facilités de crédit de Napec, le Syndicat doit consentir à des amendements à l'entente de crédit syndiquée.

⁴ Pièce D-7, M.A., vol. 2, p. 283.

⁵ Décision, par. 26

⁶ Pièce D-14, M.A., vol. 2, p.554.

[10] Le 4 décembre 2017, la Transaction est annoncée publiquement par voie de communiqué de presse⁷.

Les protagonistes

[11] Gauthier est comptable de formation et détenteur des diplômes et titres MBA, CPA-CMA.⁸ Il est à l'emploi de la BLC depuis le 9 août 2013 et Directeur principal syndication, Québec et Est du Canada depuis le 13 mars 2017⁹. À ce titre, il est impliqué dès le 3 novembre 2017¹⁰ dans les échanges menant à l'approbation des modifications à l'entente de crédit syndiqué requise par la Transaction¹¹. Il demeure impliqué dans le dossier jusqu'à l'annonce publique de la Transaction, le 4 décembre 2017¹². En raison de ses fonctions à la BLC, il n'est pas contesté que Gauthier entre dans l'encadrement de l'article 189 (4^o) de la LVM¹³.

[12] Racine est un ami et une relation d'affaires de Gauthier. Il dîne avec Gauthier le 7 novembre 2017¹⁴. Dans l'heure suivant cette rencontre, il effectue des opérations sur le titre de Napec pour la première fois, n'ayant jamais négocié ce titre auparavant¹⁵. Entre le 7 et le 29 novembre 2017, Racine réalise une vingtaine d'opérations d'achats d'actions de Napec¹⁶. Pendant cette période et jusqu'à l'annonce publique de la Transaction, Gauthier et Racine demeurent en contact étroit¹⁷. En raison de cette relation, il n'est pas contesté que Racine entre dans l'encadrement de l'article 189 (5^o) de la LVM¹⁸.

[13] Vincent Pouliot (« **Pouliot** ») est un ami d'enfance de Gauthier¹⁹. Le 3 novembre 2017, quelques minutes après sa participation à l'appel conférence du Syndicat, Gauthier communique avec Pouliot²⁰. Ce dernier, dans les minutes qui suivent cet appel, place un ordre d'achat sur les titres de Napec²¹. Pour lui également, il s'agit d'une première acquisition de ce titre²².

[14] Paul Ayoub (« **Ayoub** ») est un ami de Gauthier²³. Il retrouve un intérêt pour les actions de Napec après une rencontre entre amis, dont il ne peut préciser la date, au

⁷ Pièces D-10, D-10.1 et D-14.7, M.A., vol.2, p. 518-530 et 608.

⁸ Décision, par. 27.

⁹ Décision, par. 28.

¹⁰ Pièce D-12, M.A., vol.2, p. 533

¹¹ Décision, par. 29, pièce D-1, M. A., vol. D-2, p Racine et de Nami. 531.

¹² Décision, par. 46

¹³ Décision, par. 89.

¹⁴ Décision, par. 129.

¹⁵ Décision, par. 135

¹⁶ Décision, par. 136.

¹⁷ Décision, par. 138.

¹⁸ Décision, par. 225.

¹⁹ Décision, par. 99.

²⁰ Décision, par. 107.

²¹ Décision, par. 103 à 105.

²² Décision, par. 36 et 50.

²³ Décision, par. 115.

cours de laquelle ce titre est discuté en présence de Gauthier qui aurait qualifié l'action de « bon stock »²⁴. Il en acquiert le 21 novembre 2017²⁵.

[15] Gilles Racine est le père de Racine (« **Racine Père** »). Entre le 13 et le 28 novembre 2017, il transige uniquement des actions de Napec, tant dans son compte personnel que dans celui de sa conjointe. Il s'agit d'une première acquisition de ce titre²⁶.

[16] Anne Roy-Dussault (« **Roy-Dussault** ») achète des actions de Napec entre le 24 et le 27 novembre 2017 à la suite d'un dîner avec Racine, le 23 novembre 2017, au cours duquel il lui en fait la recommandation²⁷.

Les conclusions de la décision dont appel

[17] Le TAMF ²⁸ conclut que Gauthier²⁹, alors qu'il disposait d'informations privilégiées sur Napec :

- a) a communiqué cette information et a recommandé à Racine et à Pouliot d'effectuer des opérations sur les titres de Napec ; et
- b) a recommandé à Ayoub d'effectuer des opérations sur les titres de Napec.

[18] Il conclut également que Racine³⁰, alors qu'il disposait d'informations privilégiées sur Napec :

- a) a communiqué cette information à Racine Père et
- b) a recommandé à Racine Père et à Roy-Dussault d'effectuer des opérations sur les titres de Napec.

[19] En conséquence de ces manquements, le TAMF impose des pénalités administratives de 350 000 \$ à Gauthier et de 250 000 \$ à Racine. De plus, il enjoint à Racine de remettre les gains de 88 398 \$ obtenus de ses transactions sur le titre de Napec³¹.

[20] Finalement, il prononce des interdictions aux Appelants d'effectuer toutes opérations sur valeurs, sauf pour leur propre compte et à certaines conditions, pour une période de 5 ans et d'agir comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur assujetti, d'un conseiller et d'un gestionnaire de fonds d'investissement pour cette même période³².

LES MOYENS D'APPEL :

Quant aux manquements

²⁴ Décision, par. 120.

²⁵ Décision, par. 118.

²⁶ Décision, par. 240 et 241.

²⁷ Décision, par. 250 à 253.

²⁸ La Décision fait suite à 8 jours d'enquête.

²⁹ Décision, par. 8.

³⁰ Décision, par. 9.

³¹ Décision, par. 8 et 9.

³² Décision, par. 10.

1. Le TAMF a-t-il erré en droit eu égard au fardeau de preuve applicable?
2. Le TAMF a-t-il erré en droit en qualifiant l'information en cause de privilégiée?
3. Le TAMF a-t-il violé le droit à une défense pleine et entière de l'Appelant Racine en ne se prononçant pas sur son moyen de défense principal ou en rendant une décision non motivée à cet égard?
4. Le TAMF a-t-il commis des erreurs manifestes et déterminantes dans son appréciation de la preuve?

Quant aux sanctions

5. Le TAMF a-t-il commis des erreurs de principe ayant une incidence sur la détermination des sanctions ou ayant pour effet d'imposer des sanctions abusives, déraisonnables et punitives aux Appelants?

ANALYSE

[21] Lorsque la Cour du Québec (la « **Cour** ») siège en appel d'une décision du TAMF³³, la norme d'intervention qui s'impose dépend de la nature de la question soulevée par l'appel.

[22] Ainsi, s'il s'agit d'une question de droit ou d'un « *principe juridique facilement isolable* » qui se dégage d'une question mixte de faits et de droit, la Cour doit s'assurer que la décision est correcte, sans qu'il y ait lieu à déférence à l'égard des conclusions du TAMF sur ces questions. Ajoutons que l'erreur de droit doit avoir influé sur l'issue du litige pour que la Cour intervienne³⁴.

[23] S'il s'agit d'une question de faits ou d'une question mixte de faits et de droit, la Cour n'interviendra qu'en présence d'une erreur manifeste et déterminante³⁵.

[24] La Cour suprême du Canada rappelle, par ailleurs, que les questions mixtes, par définition, comportent des aspects de droit et que le tribunal d'appel doit donc être prudent lorsqu'il identifie une question de droit isolable à l'intérieur d'une question mixte de faits et de droit. Ainsi, un tribunal d'appel doit privilégier une conception étroite de ce qui est une question de droit isolable pour être cohérent avec l'obligation de déférence qui s'impose à lui à l'égard des conclusions de faits du premier décideur³⁶.

[25] Bien que l'application d'un critère juridique à un ensemble de faits soit une question mixte, si, durant cette application, le critère juridique sous-jacent a pu être altéré, une question de droit se pose. Comme l'a expliqué la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Southam inc.*³⁷, une partie qui allègue que le critère juridique a pu être altéré lors de son application soulève une question de droit isolable, mais si elle allègue que le

³³ *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, RLRQ, c. E -6.1, art. 115.16.

³⁴ *Donaldson c. Autorité des marchés financiers*, 2020 QCCA 401, paragr. 88; *Gercotech inc. c. Kruger inc. Master Trust (CIBC Mellon Trust Company)*, 2019 QCCA 1168.

³⁵ *Donaldson c. Autorité des marchés financiers*, 2020 QCCA 401, par. 87 à 92; *Quimet c. Falet*, 2023 QCCA 1085, paragr. 39.

³⁶ *Teal Cedar products Ltd. c. Colombie britannique*, 2017 CSC 32, par. 44 et 45.

³⁷ *Canada (Direction des enquêtes et recherches) c. Southam inc.* [1997] 1 R.C.S. 548, par. 39.

critère juridique, qui n'a pas été altéré, aurait dû, lors de son application, donner lieu à un résultat différent, il s'agit alors d'une question mixte.

[26] Pour sa part, la norme d'intervention de l'erreur manifeste et déterminante implique que le tribunal d'appel doit s'assurer que la preuve permet de raisonnablement soutenir la conclusion de première instance, bien que d'autres conclusions eussent été possibles. Son rôle ne consiste pas à remettre en question le poids attribué aux différents éléments de preuve³⁸ ou à réexaminer la preuve globalement et à tirer ses propres conclusions³⁹.

[27] Une erreur dans la détermination d'un fait litigieux n'est manifeste que si son caractère évident ou flagrant se dégage avec netteté du réexamen de la partie pertinente de la preuve et qu'une conclusion différente sur ce fait s'impose dès lors à l'esprit⁴⁰.

[28] L'erreur manifeste est déterminante que si elle prive le jugement d'une assise nécessaire en fait, faussant ainsi le dispositif de la décision dont appel. Pour reprendre les propos du juge Morissette dans l'arrêt *J.G. c. Nadeau*⁴¹ : « *c'est l'arbre entier qui doit tomber en raison de cette erreur* ».

[29] Finalement, lorsque l'appel porte sur la sanction, comme en l'espèce, la norme applicable s'apparente à celle en matière d'appel sur la peine. La non-intervention est la règle⁴².

[30] La Cour suprême souligne la grande latitude dont bénéficie le juge qui prononce la peine, étant donné son rôle dans l'appréciation de la preuve. Une sanction sévère peut demeurer indiquée. Le seul fait qu'une sanction s'écarte de la fourchette de peines généralement appliquées ne suffit pas. Il doit y avoir une erreur de droit ou une erreur de principe ayant une incidence sur la détermination de cette peine⁴³; ou une omission de prendre en considération un facteur pertinent ou une trop grande insistance sur un autre facteur ayant eu une incidence sur la détermination de la sanction; ou la sanction doit être manifestement non indiquée, c'est-à-dire s'écarter de façon marquée et substantielle des peines qui sont habituellement infligées à des délinquants similaires ayant commis des fautes similaires⁴⁴.

1. Le TAMF a-t-il erré en droit eu égard au fardeau de preuve applicable?

[31] Les Appelants arguent que le TAMF a commis les deux erreurs suivantes eu égard au fardeau de preuve :

- a) Il a abaissé le niveau de la qualité de la preuve requise de l'Intimée en imposant aux Appelants de corroborer des éléments de leur défense,

³⁸ *Solomon c. Matte-Thompson*, 2019 CSC 14, paragr. 34.

³⁹ *McGill avocats inc. c. Roch*, 2024 QCCA 1581, paragr. 47 à 49.

⁴⁰ *La Malbaie (Ville de) c. Entreprises Beau-Voir inc.*, 2014 QCCA 739, par.4

⁴¹ 2016 QCCA 167, para. 77, repris avec approbation dans *Solomon c. Matte-Thompson*, 2019 CSC 14, par. 33.

⁴² *Terjanian c. Lafleur*, 2019 QCCA 230, par. 35 à 36.

⁴³ *R. c. Lacasse*, 2015 CSC 64, par. 11.

⁴⁴ *Id.*, par. 36.

incluant des éléments non contredits; et

- b) Il a rejeté les éléments de preuve disculpatoire en raison de cette absence de corroboration. A l'audience sur l'appel, les Appelants précisent que ces éléments disculpatoires sont les discussions entre Racine et Racine Père à la fin octobre 2017 et les rumeurs circulant sur les blogues spécialisés antérieurement au 3 novembre 2017 au sujet de Napec.

[32] Ces erreurs auraient imposé aux Appelants de devoir justifier leur version des faits aux moyens d'éléments corroboratifs.

[33] Les Appelants qualifient ces erreurs comme étant de droit. La Cour partage l'avis de l'Intimée qu'il s'agit plutôt de l'application par le TAMF des règles de preuve aux faits, une question mixte de fait et de droit. Or, le TAMF n'a tout simplement pas commis d'erreurs manifestes et déterminantes dans son utilisation des règles relatives à la corroboration. Voici pourquoi.

[34] La preuve d'une partie peut reposer entièrement sur la déposition d'un seul témoin⁴⁵ comme l'exprime le juge Tôth⁴⁶ :

[163] L'appréciation d'un témoignage et de la crédibilité du témoin est un art difficile, tout en nuance et qui ne tient pas d'une logique binaire comme nous y invitent parfois les avocats. Ce n'est pas tout ou rien. Certaines parties d'un témoignage peuvent ne pas être crues mais cela ne discréditera pas totalement le témoignage. Cela vaut tant pour le témoin profane que pour le témoin expert.

[35] Ainsi, la crédibilité et la fiabilité du témoin peuvent être affectées par une multitude d'éléments : ses pertes de mémoire, ses contradictions, son aptitude à décrire avec précision ce qu'il a vu ou entendu, sa déclaration antérieure, l'invraisemblance ou la vraisemblance de ses affirmations par rapport à l'ensemble de la preuve circonstancielle, son degré de connaissance personnelle des faits. La corroboration des éléments d'un témoignage n'est donc pas essentielle. Il s'agit uniquement d'un élément parmi tant d'autres auquel un Tribunal peut recourir pour évaluer la crédibilité des témoins⁴⁷. Comme le dit la Cour Suprême du Canada⁴⁸ :

[80] Un élément de corroboration est toujours utile et étoffe la preuve offerte. (...). Or, il ne s'agit pas d'une exigence juridique, car il est possible qu'un tel élément n'existe pas, surtout lorsque les faits se sont produits quelques décennies auparavant.

[36] Bien que cette affirmation date de 2008 et ait été prononcée dans le cadre d'une poursuite civile à la suite d'agression sexuelle, elle demeure pertinente.

[37] Le TAMF fait référence à une absence de corroboration des propos de Racine ou Gauthier en quatre occasions. Cependant, lorsque mise en contexte, chaque remarque est un constat utilisé pour appuyer sa conclusion que la preuve offerte par l'Intimée est

⁴⁵ Art. 2844 al. 1 *Code civil du Québec*.

⁴⁶ *M.G. c. Pinsonneault*, EYB 2014-235223, confirmé en appel 2017 QCCA 607.

⁴⁷ *Kitmitto v. Ontario (Securities commission)*, 2024 ONSC 1412.

⁴⁸ *F.H. c. McDougall*, 2008 CSC 53.

prépondérante en raison, notamment, du manque de crédibilité des Appelants. Ces constats sont une conclusion de fait envers lesquels la Cour doit faire preuve de déférence.

[38] Ainsi, la mention de l'absence de corroboration par Gauthier ou toute autre personne du témoignage de Racine à l'audience voulant qu'il ait entendu parler de Napec lors d'une rencontre entre amis, le 27 octobre 2017, alors que Gauthier aurait mentionné que Napec faisait partie de son groupe de clients est dans la section de la décision traitant des témoignages contradictoires de Racine relativement à la communication d'informations privilégiées par Gauthier⁴⁹.

[39] Racine affirme qu'il n'avait pas à présenter une preuve de corroboration dans la mesure où ce volet de son témoignage n'était pas contredit. De plus, il ajoute que Gauthier, Pouliot et Ayoub ont témoigné de cette soirée.

[40] Effectivement, Gauthier⁵⁰ et Pouliot⁵¹ ont témoigné avoir participé à cette soirée du 27 octobre 2017, sans plus de précision sur ce qui s'y était dit.

[41] En ce qui a trait au témoignage d'Ayoub, il ressort des notes sténographiques que celui-ci a rencontré Gauthier à la soirée du 27 octobre 2017, mais également dans une soirée bénéfique, le 8 novembre 2017⁵². Cependant, le TAMF affirme ne pouvoir situer le moment précis où le titre de Napec a été discuté entre Gauthier et Ayoub. Il écrit :

[120] Lors de son témoignage devant le Tribunal, Paul Ayoub ne peut pas préciser les circonstances de la discussion au sujet de Napec ni de la date précise de la discussion. Cependant, il réitère que c'est lors d'une soirée auquel Philippe Gauthier est présent qu'ils ont discuté du titre de Napec, lequel est qualifié d'un « bon stock » au point de susciter son « réintérêt » pour ce titre et qui l'amène à acheter des actions durant la période charnière.

[42] Ajoutons que le TAMF bénéficiait d'une preuve directe pour conclure que Racine avait obtenu de l'information privilégiée le ou avant le 7 novembre 2017, dont notamment les propos de Racine aux enquêteurs⁵³.

[43] D'ailleurs, l'angle d'analyse du TAMF lorsqu'il s'exprime sur le volet du témoignage de Racine est le suivant :

[145] Le Tribunal ne retient pas la pertinence de la continuation de ses recherches sur Napec après le 7 novembre 2017, car le Tribunal doit déterminer si Philippe Gauthier a communiqué de l'information privilégiée concernant Napec à Frédéric Racine en date du 7 novembre 2017 et si ce dernier à transigé sur les titres de Napec. Dès que le Tribunal conclu qu'en date du 7 novembre Frédéric Racine achète des actions de Napec après avoir reçu de l'information privilégiée, toutes ses opérations sur les titres de Napec après le 7 novembre 2017 constituent également des opérations alors qu'il dispose d'une information privilégiée.

⁴⁹ Décision, paragr. 139 à 199.

⁵⁰ Témoignage Gauthier, p.94, M.A., vol.11, p.4162.

⁵¹ Témoignage Pouliot, p. 23-24, M.A., vol.11, p. 4094-4095.

⁵² Témoignage Ayoub, p. 61,63,69-71 et 73-74, M.A., vol.11, p.4104, 4106 et 4107.

⁵³ Décision, par. 170.

[44] L'absence de corroboration du témoignage de Gauthier voulant que Pouliot aurait transigé en raison d'informations transmises par son conjoint ou d'une recommandation par ce dernier n'est également pas une exigence du TAMF pour retenir celui-ci. L'extrait suivant démontre qu'il s'agit d'un constat, puisque d'autres éléments permettent au TAMF d'écarter cette hypothèse :

[110] Non seulement ce témoignage n'est pas corroboré par la preuve, mais il est contredit par BLG qui atteste que le conjoint de Vincent Pouliot n'a pas été exposé à la Transaction. En effet, dans le cadre de l'enquête, BLG fournit à l'Autorité la liste de tous les individus chez BLG qui détenaient des informations quant à la Transaction. Le nom du parajuriste, conjoint de Vincent Pouliot, ne figure aucunement sur cette liste.

[111] Ainsi, le Tribunal ne peut retenir le témoignage de Philippe Gauthier selon lequel Vincent Pouliot semblait déjà au courant de la Transaction.

[112] Le témoignage de Vincent Pouliot et son achat des actions de Napec quelques minutes après une conversation téléphonique avec Philippe Gauthier, permettent au Tribunal de confirmer que Philippe Gauthier a parlé de la Transaction à Vincent Pouliot et qu'il lui a suggéré d'acheter des actions de Napec alors qu'il connaissait l'existence de la Transaction le 3 novembre 2017.

[Références omises]

[45] L'absence de corroboration du témoignage de Racine voulant que Roy-Dussault ait acheté le titre de Napec le 23 novembre 2017 sur la recommandation d'un autre ami que lui n'est également pas la raison du rejet du témoignage de Racine. Son manque de crédibilité en est la cause, tel qu'il appert de l'extrait suivant de la décision :

[249] Anne Roy-Dussault a témoigné devant les enquêteurs le 23 janvier 2020 à la suite de la signification d'un subpoena. La transcription sténographique de son interrogatoire est produite en preuve.

[250] Anne Roy-Dussault mentionne alors aux enquêteurs que Frédéric Racine lui a recommandé l'achat d'actions de Napec. Elle maintient ce témoignage devant le Tribunal.

[251] Le Tribunal retient la version d'Anne Roy-Dussault, car elle est claire, convaincante et sans contradiction.

[...]

[254] Le Tribunal rappelle que lors de son interrogatoire par les enquêteurs, Frédéric Racine n'a jamais nié avoir recommandé à Anne Roy-Dusseault d'acheter des actions de Napec. Cependant lors de son témoignage devant le Tribunal, bien qu'il ait un vague souvenir d'un dîner avec Anne Roy-Dussault, il nie lui avoir parlé de Napec. Il affirme plutôt que la suggestion d'acheter des actions de Napec aurait été faite par un de ses amis présents cette journée du 23 novembre 2017. Cette allégation n'est aucunement corroborée par quelque preuve que ce soit.

[255] De plus, avant qu'ils se rencontrent le 23 novembre 2017, Frédéric Racine lui mentionne ceci dans un message texte après avoir vendu des titres d'une autre société :

« Je suis sur un autre deal qui doit me faire +50 % d'ici qq jours et à 100,000 shares je commençais à en avoir bcp »

[256] Selon l'Autorité, c'est à Napec que Frédéric Racine réfère dans ce message texte.

[257] Lors de son témoignage devant le Tribunal, Frédéric Racine nie qu'il référerait aux actions de Napec. Il affirme plutôt référer aux profits qu'il s'attendait à réaliser à la suite de la vente de deux de ses condominiums. Il fournit même au Tribunal une explication mathématique de son calcul, laquelle explication est complètement démolie lors de son contre-interrogatoire.

[258] Le Tribunal retient la position de l'Autorité selon laquelle le profit de 50 % fait référence à ses achats d'actions de Napec et à son gain potentiel.

[Reproduction exacte]

[46] Finalement, il est exact qu'au moment de déterminer la sanction, dans la section de la décision considérant le facteur du caractère intentionnel des gestes posés par Gauthier et Racine⁵⁴, le TAMF réitère sa constatation que personne du réseau de Gauthier et Racine n'est venu corroborer leurs insinuations voulant que la communication de l'information privilégiée provenait d'autres personnes de leur réseau⁵⁵.

[47] Effectivement, Gauthier a insinué que Pouliot avait reçu cette information de son conjoint, un parajuriste au sein de Borden Ladner Gervais⁵⁶. De son côté, Racine a mentionné que Roy-Dussault a entendu parler de Napec par l'un de ses amis présents à la rencontre du 23 novembre 2017⁵⁷. Comme déjà mentionnées, ces affirmations de Gauthier et Racine n'ont pas été retenues par le TAMF pour plusieurs raisons.

[48] Ainsi, ce constat d'absence de corroboration est encore une fois un commentaire sur la crédibilité des Appelants au soutien de la conclusion du TAMF voulant que « les manquements n'ont pas été commis par erreur ou de bonne foi ou par des gens inexpérimentés »⁵⁸ et que Gauthier et Racine voulaient faire profiter leurs amis et Racine Père de l'information privilégiée dont ils disposaient.

[49] La Cour conclut donc que les Appelants n'ont pas démontré que le TAMF a modifié les règles de preuve applicables et exigé des Appelants qu'ils présentent une preuve corroborant certains de leurs moyens de défense pour retenir ceux-ci. En fait, le TAMF a conclu que l'Intimée avait fait une preuve prépondérante des manquements, l'absence de corroboration n'étant qu'un constat factuel parmi d'autres pour évaluer la crédibilité des Appelants à l'égard de certaines de leurs affirmations.

[50] En l'absence d'une erreur manifeste et déterminante du Comité dans son application du droit aux faits retenus, ce premier moyen est rejeté.

⁵⁴ Décision, par. 289 à 293

⁵⁵ Décision, par. 293.

⁵⁶ Décision, par. 108.

⁵⁷ Décision, par. 254.

⁵⁸ Décision, par. 289.

2. Le TAMF a-t-il erré en droit en qualifiant l'information en cause de privilégiée?

[51] Sur ce moyen d'appel, les reproches des Appelants sont à deux niveaux :

- a) Le TAMF aurait erronément conclu que Gauthier était informé de la Transaction dès le 3 novembre 2017. Cette erreur est le fondement des nombreuses inférences tirées par le TAMF tout au long de la décision qui relève du procès d'intention. Elle lui est fatale.
- b) Le TAMF n'a pas considéré le contexte global dans lequel s'inscrivait la Transaction et a erronément conclu que les rumeurs d'acquisition de Napec par un tiers ne faisaient pas de la Transaction une information connue du public le 3 novembre 2017. Cette erreur vicie fondamentalement son analyse de la preuve circonstancielle offerte par l'AMF.

[52] En ce qui a trait au premier volet de ce moyen d'appel, les Appelants invitent la Cour à réévaluer l'entièreté de la preuve pour écarter la conclusion du TAMF voulant que Gauthier connaissait la Transaction le 3 novembre 2017. À leur avis, cette conclusion ne s'appuie pas sur des faits démontrés. Elle est le fruit d'une erreur résultant d'un amalgame inapproprié des informations transmises à Gauthier par le Syndicat entre les 3 et 7 novembre 2017. Le TAMF aurait dû conclure que l'information transmise à Gauthier le 3 novembre 2017 ne pouvait être privilégiée compte tenu de son caractère imprécis, vague, incomplet et non matériel.

[53] Or, la conclusion du TAMF sur ce que Gauthier connaissait à la fin de la rencontre téléphonique du 3 novembre 2017 est une question de fait qui mérite déférence. Les Appelants nous invitent à mettre de côté toute l'analyse factuelle la soutenant sans nous indiquer en quoi l'un des faits sur laquelle elle repose serait erroné au point de l'anéantir.

[54] Rappelons que le TAMF décrit l'information privilégiée comme étant : « *toute information pertinente à l'existence et à la réalisation de la Transaction* »⁵⁹.

[55] Le TAMF opine qu'en raison de ses fonctions auprès de la BLC et de son expérience, Gauthier sait que les ententes de crédit prévoient généralement qu'un changement de contrôle de l'emprunteur nécessite leurs modifications pour éviter une situation de défaut. L'annonce du besoin d'une telle modification est donc une information pertinente à la réalisation de la Transaction⁶⁰.

[56] Gauthier admet qu'au terme de la rencontre téléphonique du 3 novembre 2017, il sait qu'une modification à l'entente de crédit syndiquée avec Napec est requise⁶¹.

[57] Le courriel de convocation à la rencontre du 3 novembre 2017, son urgence et la confirmation que Gauthier doit absolument y participer laisse présager l'existence d'une

⁵⁹ Décision, par.26.

⁶⁰ Décision, par.77 à 79.

⁶¹ Décision, par.35.

situation importante concernant Napec qui requiert l'intervention immédiate du Syndicat⁶².

[58] Lors de cette rencontre, Gauthier apprend qu'il devra signer une entente de confidentialité en lien avec les informations reçues et à recevoir⁶³.

[59] La mention par le TAMF du courriel du 6 novembre 2017 et du nom de code donné au projet⁶⁴ se veut un autre élément de la preuve circonstancielle pour appuyer le fait que dès le 3 novembre 2017, Gauthier comprend la nature hautement confidentielle et privilégiée de l'information alors transmise. D'ailleurs, dans le courriel du 6 novembre 2017, la BMO dit réitérer que l'information est vraiment sensible. C'est donc qu'elle l'a déjà ainsi qualifiée."

[60] Dans les minutes qui suivent cette conversation du 3 novembre 2017, Gauthier discute avec Pouliot et lui recommande d'acheter le titre, ce que Pouliot fera⁶⁵.

[61] Dans les circonstances, la Cour ne saurait blâmer le TAMF pour sa conclusion voulant que Gauthier a obtenu de l'information privilégiée dès le 3 novembre 2017, ce qui relève de sa prérogative en tant que Tribunal de première instance. Cette conclusion n'est pas le résultat d'une erreur manifeste et déterminante du TAMF.

[62] Ce qui nous amène à traiter du deuxième volet soulevé par ce moyen d'appel. La Cour est d'avis que le TAMF a correctement considéré dans leur contexte les rumeurs circulant sur les blogues au sujet de Napec antérieurement au 3 novembre 2017. Il n'y a donc pas lieu d'intervenir sur sa conclusion voulant que la Transaction n'était alors pas une information connue du public. Voici pourquoi.

[63] Le TAMF rappelle d'abord que l'information privilégiée est définie à l'article 5 de la LVM comme étant : « *toute information encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable* »⁶⁶. Ainsi, l'AMF doit prouver l'existence de deux éléments :

- 1) Que l'information est inconnue du public; et
- 2) Que cette information est susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable⁶⁷.

[64] C'est la preuve sur le premier de ces éléments et son analyse par le TAMF qui sont remises en question par les Appelants. Voici comment s'exprime le TAMF à ce sujet :

[58] Selon le Tribunal, le 3 novembre 2017, la Transaction constitue de l'information inconnue du public.

[59] Le Tribunal rappelle que les membres du syndicat de prêteurs devaient signer une entente de confidentialité avant de recevoir les détails de la

⁶² Décision, par.32.

⁶³ Décision, par.59.

⁶⁴ Décision, par.60 à 62.

⁶⁵ Décision, par.36, 95 à 99 et 104.

⁶⁶ Décision, par.53.

⁶⁷ Décision, par.54.

Transaction. Dans le présent contexte, la signature d'une entente de confidentialité constitue une protection contre un usage interdit d'informations privilégiées lorsqu'une personne doit communiquer l'information dans le cours des affaires. Toutefois, les signataires de telles ententes doivent respecter leur obligation de garder confidentielles les informations reçues.

[60] Le Tribunal réitère la mise en garde effectuée par la BMO quant à la nature hautement confidentielle de l'information dans son courriel du 6 novembre 2017: « As requested by the sponsor, we would like to reiterate that these are really sensitive information that should be kept within your lending group only and on a need to know basis. »

[61] De plus, la pièce jointe intitulée « Project Drum Discussion Material » comprenait le terme « CONFIDENTIAL » sur la majorité des pages.

[62] Par ailleurs, l'utilisation du nom de code « Project Drum » pour désigner la Transaction entre les membres du syndicat de prêteurs est un autre élément démontrant la nature confidentielle de la Transaction et de ses modalités.

[63] Une partie importante de la défense de Frédéric Racine porte sur la prétention que la Transaction ne constituait pas une information privilégiée, car elle n'était pas inconnue du public.

[64] En effet, il a été démontré lors de l'audience qu'au moment des faits reprochés des rumeurs circulaient au sujet de potentielles privatisations de Napec sur des blogues. D'ailleurs, l'existence de ces rumeurs est admise par l'Autorité. De plus, des rumeurs concernant une éventuelle fusion ou acquisition de Napec étaient évoquées dans des analyses et dans des publications d'analyse. Devant le Tribunal, Frédéric Racine explique que son mantra d'investissement est : « buy on the rumor, sell on the news ». Toutefois, le Tribunal rappelle que des rumeurs d'acquisition ne constituent pas une information communiquée au public, mais plutôt de simples spéculations.

[65] Une information est connue du public lorsqu'elle est largement diffusée afin que les marchés soient dûment informés. La publication immédiate d'un communiqué de presse suivi par le dépôt d'une déclaration de changement important est la méthode dictée par la réglementation en valeurs mobilières pour assurer la bonne diffusion d'une information lorsque survient un changement important dans les affaires d'un émetteur assujetti.

[66] L'« information a été communiquée au public si : a) elle a été diffusée de façon à atteindre les participants du marché et b) les investisseurs ont disposé d'un délai raisonnable pour l'analyser »

[67] Le 4 décembre 2017, Napec annonce la conclusion d'une convention d'arrangement définitive permettant la réalisation de la Transaction en publiant un communiqué de presse et en déposant une déclaration de changement important.

[68] Le Tribunal conclut que ce n'est que le 4 décembre 2017 que l'information relative à la Transaction est connue du public, et ce, une fois que le communiqué de presse de Napec et la déclaration de changement important sont divulgués au marché et que les investisseurs ont pu analyser l'information. Entre le 3 novembre

2017 et le 4 décembre 2017, l'information relativement à la Transaction est inconnue du public.

[Références omises]

[65] Le paragraphe 64 de la Décision réfère aux échanges sur le blogue Stockhouse du 2 octobre au 3 décembre 2017⁶⁸. Qu'en est-il?

[66] Il y a l'analyse détaillée du 2 octobre 2017, lue par 87 personnes, indiquant qu'au cours de la dernière année, l'action est en hausse de 31 %, qu'elle pourrait atteindre jusqu'à 1,60 \$, alors que sa valeur moyenne sur 50 jours est de 1,18 \$ et que quatre maisons de courtages en recommandent l'achat. Cette analyse est notamment suivie d'échanges entre des participants soulignant que le titre a atteint son prix le plus élevé des 52 dernières semaines sur un volume de transactions étant 5 fois plus élevé qu'en temps normal, un participant se questionnant sur une possible fusion-acquisition de Napec « prochainement ».

[67] Le 4 octobre 2017, un participant souligne qu'en 2013 une tentative d'acquisition de Napec par Quanta Services Inc. pour 1,85 \$, puis 2,15 \$ l'action a échoué. Les échanges suivants parlent d'une possible acquisition en raison du volume et du prix des transactions.

[68] Ce qui ressort des posts sur ce blogue est l'incompréhension d'un petit nombre d'investisseurs, leurs craintes sur la réalité et la viabilité de la valeur du titre et la possibilité d'une hausse qui se maintient, alors que le titre a connu plusieurs bas. L'un d'entre eux ira jusqu'à écrire :

« Mysterious indeed! It looks like it is artificialy maintained in order to justify a floor level share price that will be used as leverage for some upcoming transaction or to ensure a higher sale price. We are probably not helping their cause by talking about it, but it seems so obvious. They should Tell us... »⁶⁹

[Reproduction exacte]

[69] « *They should Tell us...* » est un cri du cœur confirmant que les investisseurs ne savent pas ce dont il en retourne et ne peuvent que spéculer.

[70] Cette affaire est un exemple de ce qu'affirme la décision *Cheng (Re)*⁷⁰, soit que des rumeurs n'ont pas le degré de certitude requis pour être des faits connus du public et non de pures spéculations.

[71] Les paragraphes 59 et 60 de *Cheng (Re)*⁷¹ méritent d'être reproduits :

[59] Mr. Hausman submitted that the publications preceding Amaya's announcement contained sufficient information to disclose generally Amaya's Acquisition of PokerStars and its imminent announcement. He argued that this was supported by the increase in Amaya's trading volume and price in May and June

⁶⁸ Pièce D-2, M.A., Vol.2, p 484 à 517.

⁶⁹ Pièce D-9, M.A., Vol.2, p.512.

⁷⁰ 2019 ONSEC 8, par.60.

⁷¹ 2019 ONSEC 8

and, particularly, by the increases on June 12, following publication of the Bloomberg Article and the SeekingAlpha email. He argued that the Financial Post article in the afternoon of June 12 indicated that the information about Amaya's Acquisition had been generally disclosed prior to IIROC's trading halt. In his submission, the one-day waiting period suggested by the Commission in its 1976 Connor decision is neither appropriate nor necessary in the internet age.

[60] The Panel does not agree that the Acquisition was generally disclosed when Mr. Soave made his purchase. Rumours are not themselves facts; they lack the certainty required to be factual rather than speculative. While the reports in May drew attention to the possibility of an acquisition by Amaya, none of them contained any specific information and none suggested that the Acquisition would actually occur or even that it was likely. They did not constitute general disclosure of a transaction that Amaya itself refused to acknowledge on May 26, 2014, when it issued a press release saying it did not as a matter of policy confirm rumours and that if there were a transaction to announce, it would be announced only when an agreement was signed.

[Références omises]

[72] Si le blogue Stockhouse démontre une chose, ce sont les limites de tels échanges comme source d'informations valables pour l'ensemble des participants du marché alors que l'auteur du post n'a aucune obligation de s'identifier autrement que par un pseudonyme, de divulguer ses intérêts ou la formation qui lui permet d'affirmer quoi que ce soit au sujet d'un titre.

[73] Cependant, il en va autrement d'une rumeur d'acquisition confirmée par un initié comme Gauthier en ce qu'elle transforme « *la possibilité d'une acquisition à un moment déterminé en une acquisition hautement probable très bientôt* »⁷².

[74] La Décision du TAMF s'appuie également sur le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*⁷³ et sur l'*Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information*⁷⁴.

[75] L'arrêt *Autorité des marchés financiers c. Live*⁷⁵ confirme qu'il est approprié pour le TAMF de recourir aux lignes directrices en matière de communication de l'information qui se retrouvent au document *Instruction générale 51-201*⁷⁶ et ce, bien qu'elles n'aient aucune valeur officielle.

[76] La Cour est d'avis que le TAMF a décidé que l'information était inconnue du public en fonction de la preuve qu'il a administrée et en considérant le contexte global entourant la Transaction, dont la preuve documentaire suivante :

⁷² *Securities and exchange commission v. Mayhew*, 121 F. 3d 44 (2d CIR. 297), cité avec approbation dans *Autorité des marchés financiers c. Roy*, 2014 QCBDR 142, par. 149 à 151

⁷³ RLRQ c. V -1.1, r. 24.

⁷⁴ <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-201/2023-06-09/2023juin09-51-201-ig-vconsolidee-fr.pdf>> (« **Instruction générale 51-201** »).

⁷⁵ 2016 QCCQ 12824 (CanLII), par. 30 à 32, confirmé par *Live c. Autorité des marchés financiers* 2017 QCCS 512.

⁷⁶ Cette référence du TAMF est au paragraphe 36 de la Décision.

- a) Une entente de confidentialité entre les membres du Syndicat dont la nécessité est annoncée dès le 3 novembre 2017⁷⁷;
- b) La mention « CONFIDENTIAL » sur les documents transmis à Gauthier dans le cadre de ses fonctions⁷⁸;
- c) La mention « we would like to reiterate that these are really sensitive information that should be kept within your lending group only and on a need to know basis »⁷⁹;
- d) L'utilisation d'un nom de code pour désigner la Transaction⁸⁰;
- e) La description ou circulaire d'information de la direction de Napec⁸¹.

[77] Ainsi, la conclusion du TAMF voulant qu'une information est inconnue du public avant le 4 décembre 2017 est une question mixte de fait et de droit. La Cour est d'avis que le TAMF n'a commis aucune erreur manifeste et déterminante dans son application du droit aux faits et qu'il n'y a donc pas lieu d'intervenir.

[78] Le TAMF n'ayant pas commis l'erreur reprochée, ce deuxième moyen d'appel est donc rejeté.

3. Le TAMF a-t-il violé le droit à une défense pleine et entière de l'Appelant Racine en ne se prononçant pas sur son moyen de défense principal ou en rendant une décision non motivée à cet égard?

[79] Les Appelants reprochent au TAMF de ne pas s'être prononcé sur leur moyen de défense voulant qu'il était raisonnable pour eux de croire que l'information qualifiée de privilégiée était connue du public. Ils estiment avoir établi les faits démontrant qu'ils étaient fondés de le croire. Les Appelants ajoutent que si le TAMF a bel et bien considéré ce moyen de défense, il n'a pas motivé sa décision de l'écarter en indiquant les critères utilisés à cette fin.

[80] Un décideur qui ne motive pas sa décision commet une erreur de droit qui est soumise à la norme de la décision correcte.

[81] Ainsi, les motifs servent à communiquer la justification d'une décision⁸². Ils doivent permettre aux parties et au public d'en comprendre le résultat⁸³ grâce au raisonnement suivi par le décideur.

[82] Par ailleurs, l'arrêt *Camko Alignement pneus et mécanique inc. c. Société de transport de Montréal*⁸⁴ rappelle que cette obligation de motiver comporte des limites, notamment en ce que les motifs doivent être examinés dans leur ensemble et leur

⁷⁷ Décision, par.59.

⁷⁸ Décision, par.61.

⁷⁹ Décision, par.60.

⁸⁰ Décision, par.62.

⁸¹ Décision, par.83.

⁸² *Tozzi c. Agence du revenu du Québec*, 2021 QCCA 519, par.40.

⁸³ *Tozzi c. Agence du revenu du Québec*, 2021 QCCA 519, par.50.

⁸⁴ 2019 QCCA 319, par.13

contexte. Ils doivent être suffisants pour comprendre le fondement de la décision et pour être en mesure de procéder à sa révision en appel⁸⁵. Le juge d'instance n'est pas tenu d'analyser chaque argument ou problème allégué pour arriver à une conclusion en particulier. Dans certains cas, lorsque le fondement des motifs se trouve dans le dossier⁸⁶, l'implicite a sa place.

[83] La portée de l'obligation fondamentale du juge de motiver sa décision dépend donc des circonstances de l'affaire.

[84] Pour les motifs qui suivent, la Cour conclut que la Décision traite implicitement de ce moyen de défense, de sorte que la règle de justice naturelle n'a pas été enfreinte et que le dossier n'a pas à être retourné au TAMF pour qu'il clarifie la Décision sur celui-ci.

[85] Ainsi, il appert du témoignage de Racine que sa croyance que l'information était connue du public repose sur ses propres recherches sur Internet après avoir entendu parler de Napec par son père et lors d'une fête au restaurant entre amis. Il a ainsi appris les rumeurs sur Napec, ce qui lui confirmait le caractère public de l'information.

[86] Or, il appert que le TAMF est conscient de ce moyen de défense lorsqu'il écrit :

[63] Une partie importante de la défense de Frédéric Racine porte sur la prétention que la Transaction ne constituait pas une information privilégiée, car elle n'était pas inconnue du public.

[64] En effet, il a été démontré lors de l'audience qu'au moment des faits reprochés des rumeurs circulaient au sujet de potentielles privatisations de Napec sur des blogues. D'ailleurs, l'existence de ces rumeurs est admise par l'Autorité. De plus, des rumeurs concernant une éventuelle fusion ou acquisition de Napec étaient évoquées dans des analyses et dans des publications d'analyse. Devant le Tribunal, Frédéric Racine explique que son mantra d'investissement est : « buy on the rumor, sell on the news ». Toutefois, le Tribunal rappelle que des rumeurs d'acquisition ne constituent pas une information communiquée au public, mais plutôt de simples spéculations.

(...)

[140] Frédéric Racine témoigne que par la suite, il a entendu parler de Napec lors d'une fête qui s'est tenue dans un restaurant le 27 octobre 2017 afin de souligner l'anniversaire de naissance de Philippe Gauthier. Vincent Pouliot accompagné de son conjoint et Paul Ayoub ont notamment assisté à cette fête. Frédéric Racine affirme avoir participé à une discussion générale sur Napec. Il ajoute que le nom de Napec « est sorti » alors qu'ils parlaient d'autres titres. Selon Frédéric Racine, durant cette discussion, Philippe Gauthier aurait mentionné que Napec faisait partie de son groupe de clients. Le Tribunal souligne que ce témoignage portant sur les propos de Philippe Gauthier sur Napec n'est pas corroboré par Philippe Gauthier ni par aucun autre témoin. Toujours lors de son témoignage devant le Tribunal, Frédéric Racine s'empresse également d'ajouter que selon lui, le conjoint de Vincent Pouliot semblait très bien connaître Napec.

⁸⁵ Lecavalier c. 9036-5560 Québec inc., 2015 QCCA 551, par.6.

⁸⁶ Cojocarú c. British Columbia Women's Hospital and Health center, 2013 CSC 30, par.60.

[141] Frédéric Racine mentionne au Tribunal qu'à partir de ces discussions, il effectue ses propres recherches et il décide de poursuivre ses démarches pour acheter des actions de Napec. Il se considère expert dans les marchés boursiers. Il relate son intention de faire son premier investissement avant la publication d'un communiqué de presse par Napec, le 8 novembre 2017, au sujet de la publication de ses états financiers trimestriels, d'où sa décision de transiger pour la première fois sur les titres de Napec, le 7 novembre 2017.

[Références omises]

[87] La Décision⁸⁷ explique donc clairement en quoi les rumeurs qui circulent alors sur Napec ne rendent pas pour autant publique la Transaction. Ces motifs permettent de comprendre que le TAMF considère déraisonnable de croire que de telles rumeurs rendent publique l'information sur la Transaction.

[88] Le TAMF élabore longuement sur le manque de crédibilité de Racine lorsqu'il témoigne de ce qu'il sait et de ce qu'il ne sait pas dans cette affaire. Or, il s'agit d'une analyse à laquelle la Cour doit déférence surtout qu'elle s'appuie sur des éléments extrinsèques objectivables. Ainsi, la capture d'écran du téléphone de Racine que ce dernier utilise pour démontrer qu'il avait fait des recherches sur Napec avant même son dîner avec Gauthier le 7 novembre 2017 indique une heure qui est subséquente au dîner en question⁸⁸. Le témoignage de Racine sur les propos de Gauthier au sujet de Napec lors d'une soirée le 27 octobre 2017, sont écartés par le TAMF qui leur préfère les propos de Ayoub voulant que Gauthier a discuté de bourse lors de cette soirée et de plusieurs titres dont celui de Napec⁸⁹.

[89] Finalement, le TAMF analyse l'impact du témoignage de Racine aux enquêteurs, antérieur au procès, à la lumière du droit en la matière⁹⁰. Il conclut que ce ne sont pas les rumeurs sur Internet qui incite Racine à transiger, mais bien l'information obtenue de Gauthier le 7 novembre 2017 en raison du caractère inconditionnel du témoignage de Racine donné aux enquêteurs.

[90] Il est donc implicite des motifs de la Décision que la défense de Racine sur la raisonnable de ses croyances sur le caractère public de l'information soit écartée par le TAMF. Il ne pourrait en être autrement. Il n'y a pas lieu pour la Cour de conclure à une omission manifeste du TAMF de prendre en considération un élément de preuve admissible⁹¹. Ce troisième moyen d'appel est rejeté.

4. Le TAMF a-t-il commis des erreurs manifestes et déterminantes dans son appréciation de la preuve?

[91] Les Appelants présentent sept erreurs factuelles justifiant d'infirmier la décision en raison de leur caractère manifeste et déterminant.

⁸⁷ Décision, par. 64.

⁸⁸ Décision, par. 142 à 143.

⁸⁹ Décision, par. 114, 117 et 140.

⁹⁰ Décision, par. 155 à 199.

⁹¹ *Autorité des marchés financiers c. Ordre des comptables professionnels agréés du Québec*, 2024 QCCA 1500, par.79 à 82.

[92] La Cour les regroupe dans son analyse ci-après et conclut qu'il n'y a pas lieu de remettre en question la Décision. Celle-ci est le fruit d'une analyse étoffée des pièces et des différents témoignages, incluant les longs interrogatoires de plusieurs heures effectuées dans le cadre de l'enquête ayant précédé le dépôt des plaintes.

[93] Le Tribunal ne retient pas les arguments des Appelants voulant que le TAMF a procédé à une analyse de la preuve circonstancielle devant lui sur chacun des sujets pour ne retenir que les éléments confirmant la trame narrative de l'AMF. Chacune des conclusions de faits trouve assise dans la preuve. Voici pourquoi.

i) Fête d'anniversaire de Gauthier (27 octobre 2017).

[94] Le TAMF a considéré les discussions ayant eu lieu lors de la soirée du 27 octobre 2017 dans leur contexte et à la lumière des différentes versions données par Racine⁹², Ayoub⁹³ et Pouliot⁹⁴ à ce sujet.

[95] À tout évènement, ni Gauthier ni Racine ne connaissent l'existence de la Transaction le 27 octobre 2017. Ils présentent cette soirée d'anniversaire pour tenter de justifier leurs prétentions que les transactions de Racine, Pouliot et Ayoub sont les conséquences de rumeurs qui circulent alors sur le titre de Napec. Or, le TAMF a rejeté cette thèse⁹⁵.

[96] Ajoutons que même si le TAMF avait accepté la version de Racine voulant que le titre de Napec avait alors été discuté, cette erreur ne serait pas déterminante puisque la plainte est accueillie en raison de l'information privilégiée obtenue et circulant à compter du 3 novembre 2017 parmi ce groupe. Une rumeur confirmée par un initié n'est plus une rumeur.

ii) L'appel du Syndicat et celui de Gauthier à Pouliot (3 novembre 2017).

[97] Les Appelants n'ont pas démontré en quoi la preuve ne permet pas raisonnablement de retenir les conclusions du TAMF voulant que Gauthier a obtenu de l'information privilégiée le 3 novembre 2017 et qu'il l'a communiqué à Pouliot en lui recommandant d'acheter le titre à cette même date.

[98] Le TAMF a considéré l'affirmation de Gauthier voulant qu'aucun détail n'est donné sur la Transaction lors de l'appel du 3 novembre 2017, puisqu'une entente de confidentialité doit être signée⁹⁶. Il l'écarte et détermine qu'en raison des fonctions de Gauthier auprès de la BLC et de son aveu qu'il savait qu'une modification aux ententes de crédit était requise⁹⁷ pour permettre une transaction, Gauthier détenait dès lors une information privilégiée en soi⁹⁸.

⁹² Décision, par. 140,141,151 à 153, 168, 175, 198 et 199.

⁹³ Décision, par. 115 à 117, 120 et 126.

⁹⁴ Décision, par. 97 et 111.

⁹⁵ Décision, par. 198.

⁹⁶ Décision, par. 34 et 35.

⁹⁷ Décision, par. 78 et 79.

⁹⁸ Décision, par. 81.

[99] Le TAMF a également considéré les interactions de Gauthier avec Pouliot dans les minutes ayant suivi l'appel du Syndicat et les achats d'actions de Napec par celui-ci⁹⁹ et a analysé les contradictions entre le témoignage de Pouliot à l'audience et celui qu'il a donné aux enquêteuses¹⁰⁰.

iii) Le lunch du 7 novembre de Gauthier avec Racine et les transactions de Racine entre les 7 et 29 novembre 2017.

[100] Les Appelants n'ont pas démontré que la preuve ne permet pas de raisonnablement soutenir la conclusion du TAMF voulant que Gauthier a communiqué de l'information privilégiée à Racine et lui a recommandé d'acheter le titre de Napec lors du lunch du 7 novembre 2017.

[101] Certes, les recherches personnelles de Racine sur Napec le 7 novembre 2017 et par la suite sont mentionnées par le TAMF, mais leur pertinence est remise en contexte :

[145] Le Tribunal ne retient pas la pertinence de la continuation de ses recherches sur Napec après le 7 novembre 2017, car le Tribunal doit déterminer si Philippe Gauthier a communiqué de l'information privilégiée concernant Napec à Frédéric Racine en date du 7 novembre 2017 et si ce dernier a transigé sur les titres de Napec. Dès que le Tribunal conclut qu'en date du 7 novembre Frédéric Racine achète des actions de Napec après avoir reçu de l'information privilégiée, toutes ses opérations sur les titres de Napec après le 7 novembre 2017 constituent également des opérations alors qu'il dispose d'une information privilégiée.

[Reproduction exacte]

[102] Les transactions sur le titre de Napec sont un des éléments relatifs à la nature de l'information transmise au lunch du 7 novembre 2017. Le TAMF les situe dans le temps et considère leur volumétrie à la lumière de la situation qui prévaut alors :

[128] Le 6 novembre 2017, quelques minutes après avoir reçu un courriel contenant les détails de la Transaction par la BMO tels que le nom de l'acquéreur Oaktree et le prix d'achat des actions de Napec, Philippe Gauthier envoie un message texte à Frédéric Racine pour prévoir un dîner le lendemain.

[129] La preuve démontre que Philippe Gauthier et Frédéric Racine dînent ensemble au restaurant le Beaver Hall le 7 novembre 2017, ce qu'ils admettent par ailleurs.

[130] Philippe Gauthier relate au Tribunal ne pas se rappeler des discussions qu'il a eues avec Frédéric Racine durant ce dîner. Il ajoute que selon sa mémoire, Frédéric Racine se présente au dîner accompagné d'une personne.

[131] Frédéric Racine, quant à lui nie catégoriquement devant le Tribunal avoir discuté de quelques façons que ce soit de Napec lors de ce dîner. Il ajoute qu'il n'aurait pas été approprié de discuter d'affaires, car effectivement il se présente au dîner accompagné d'une personne.

⁹⁹ Décision, par. 36 et 95 à 113.

¹⁰⁰ Décision, par. 102 et 103.

[132] Lors de son contre-interrogatoire devant le Tribunal, Frédéric Racine ne se souvient pas du nom de cette personne, mais il affirme qu'elle travaillait pour Deloitte. Le Tribunal remarque que Frédéric Racine a envoyé six messages textes à Philippe Gauthier au sujet de leur dîner entre 10h00 et 11h54 le 7 novembre 2017 et jamais il ne mentionne le fait qu'il sera accompagné. Même si Frédéric Racine présentait parfois des contacts d'affaires à Philippe Gauthier, n'aurait-il pas été opportun de lui mentionner la présence de cette personne dans l'un des six messages textes?

[133] Selon le Tribunal, il est invraisemblable que Frédéric Racine soit incapable de se souvenir du nom de cette personne qui l'accompagne au dîner, alors que durant son témoignage devant le Tribunal, il relate avec minutie le détail de certains événements et des propos de certaines personnes.

[134] À tout événement, même si Philippe Gauthier et Frédéric Racine n'avaient pas dîné seuls le 7 novembre 2017, le Tribunal conclurait tout de même que Philippe Gauthier a néanmoins communiqué de l'information privilégiée et recommandé l'achat d'actions de Napec à Frédéric Racine à un moment ou à un autre lors de leur dîner.

[135] Or, la preuve établit que dans l'heure suivant le dîner avec Philippe Gauthier, Frédéric Racine effectue des opérations sur les titres de Napec. Il réalise quatre ordres d'achat pour une valeur de 35 691,30 \$, alors qu'il n'avait encore jamais négocié les actions de Napec. Cela démontre l'empressement de Frédéric Racine à acheter des actions de Napec déclenché par l'information que lui communique Philippe Gauthier au sujet de la Transaction lors de leur dîner.

[136] Entre le 7 et le 29 novembre 2017, Frédéric Racine réalise une vingtaine d'opérations visant l'achat des actions de Napec pour une valeur totale de 172 508 \$ dans son compte CELI. Les actions de Napec dans ce compte représentaient 99 % de son portefeuille. Il réalise également des opérations visant l'achat d'actions de Napec dans son compte REER pour une valeur de 113 398 \$, ce qui représente 100 % de son portefeuille dans ce compte. Le lendemain de l'annonce publique de la Transaction, le 5 décembre, Frédéric Racine vend l'ensemble de ses actions de Napec et réalise un profit de 88 398 \$.

[137] Ainsi, la concentration des portefeuilles de Frédéric Racine démontre que sur la base des informations qui lui ont été communiquées par Philippe Gauthier, il a pris un risque d'investissement.

[138] Par ailleurs, le Tribunal note qu'au cours du mois de novembre 2017 et jusqu'à l'annonce publique de la Transaction, Philippe Gauthier et Frédéric Racine ont eu de très nombreux échanges téléphoniques, messages textes et rencontres.

[Références omises]

[103] À ce qui précède s'ajoute la très longue et étoffée analyse du TAMF sur la fiabilité et la crédibilité de Racine à la lumière des différentes versions qu'il a données quant à ce qui s'est dit lors de ce lunch :

[146] La version des faits de Frédéric Racine devant le Tribunal diffère largement d'une version qu'il a donnée aux enquêteurs de l'Autorité, qui a été enregistrée, transcrite par une sténographe officielle et produite en preuve lors de l'audition du

dossier, et ce, sans aucune objection de la part de Philippe Gauthier ni de Frédéric Racine.

[...]

[153] Même si Frédéric Racine témoigne devant le Tribunal afin d'expliquer sa version des faits, la transcription sténographique de son interrogatoire contient ses déclarations antérieures sur les mêmes faits et circonstances. Le Tribunal tient compte du témoignage de Frédéric Racine lors de l'audience ainsi que celui devant les enquêteurs et en tire des conclusions sur la véracité des faits.

[159] En cas d'existence de deux versions divergentes de Frédéric Racine sur certains faits et circonstances, le Tribunal examinera lequel de ces récits est compatible avec les probabilités qui caractérisent l'ensemble de la preuve.

[170] Durant son interrogatoire par les enquêteurs, Frédéric Racine affirme que Philippe Gauthier lui a transmis ce qu'il qualifie lui-même d'un « tuyau » sur Napec et plus particulièrement l'existence d'un « deal », c'est-à-dire une transaction visant son achat ou son acquisition. Cette information lui aurait été communiquée durant un dîner. Frédéric Racine mentionne même aux enquêteurs que « quelqu'un peut affirmer, oui, parce qu'avec du recul, c'était de l'insider information ... ».

[171] Il tente de minimiser la valeur de l'information reçue en affirmant qu'il ne connaissait pas la date exacte de clôture de la Transaction même si Philippe Gauthier lui aurait probablement dit qu'elle devait se finaliser dans un avenir rapproché. Il ajoute aussi ne pas connaître le prix d'acquisition des actions.

[172] Le Tribunal comprend des réponses qu'il donne aux enquêteurs que Frédéric Racine connaît l'existence de l'interdiction de transiger sur des titres en possession d'information privilégiée. D'ailleurs, Frédéric Racine confirme que c'est la raison pour laquelle il n'a pas cherché à questionner Philippe Gauthier davantage.

[173] Le Tribunal comprend que selon ce témoignage, Philippe Gauthier lui a essentiellement appris durant leur dîner du 7 novembre 2017 l'existence de la Transaction, que le Tribunal a déjà qualifiée d'information privilégiée. Le Tribunal rappelle qu'immédiatement après ce dîner, Frédéric Racine s'empresse d'acheter des actions de Napec pour la première fois.

[174] Par ailleurs, selon le Tribunal, à la lumière des réponses fournies par Frédéric Racine lors de son interrogatoire par les enquêteurs, Philippe Gauthier ne lui a pas seulement appris l'existence de la Transaction, mais lui a aussi recommandé l'achat des actions de Napec.

[...]

[192] Le Tribunal considère que Frédéric Racine a témoigné devant les enquêteurs de façon libre et volontaire. Les circonstances dans lesquelles il a témoigné ne justifient aucunement une version totalement différente devant le Tribunal. De plus, Frédéric Racine n'a jamais expliqué, justifié ou même contextualisé les réponses données aux enquêteurs ou tenté de les réconcilier avec la version donnée au Tribunal.

[...]

[198] Par conséquent, le Tribunal retient le témoignage de Frédéric Racine donné aux enquêteurs en raison de son caractère inconditionné. Le Tribunal accorde à ce témoignage une force probante plus importante que celui devant le Tribunal, puisque cette version des faits est compatible avec les probabilités qui caractérisent l'ensemble de la preuve.

[199] Ainsi, l'ensemble de la preuve permet au Tribunal d'établir qu'il est plus probable qu'improbable que Philippe Gauthier ait communiqué de l'information privilégiée et recommandé d'effectuer des opérations sur les titres de Napec à Frédéric Racine le 7 novembre 2017, alors qu'il dispose d'une information privilégiée.

[Références omises]

[104] L'analyse du TAMF sur la fiabilité et la crédibilité de Racine, dont certains extraits sont cités in extenso ci-devant¹⁰¹, permet d'écarter l'argument de Racine voulant que son témoignage devant les enquêteurs au sujet de ses transactions entre le 7 et le 29 novembre 2017 n'a pas été considéré dans son contexte.

[105] Outre les paragraphes déjà cités, les paragraphes 210 à 224 de la Décision démontrent que le TAMF a sérieusement considéré les faits offerts par Racine pour prétendre qu'il ne pouvait raisonnablement savoir que l'information qu'il recevait provenait d'une personne qui disposait d'une information privilégiée¹⁰².

[106] Racine reproche au TAMF d'avoir erronément conclu qu'il n'avait jamais invoqué la possibilité qu'il ait parlé de Napec à des tiers, alors qu'il a témoigné qu'il aurait pu en parler avec Peter Johnson. La lecture de la transcription du témoignage de Racine¹⁰³ ne permet pas de conclure de manière aussi affirmative. À tout événement, cette erreur ne serait pas déterminante vu l'importance donnée par le TAMF à la conversation entre Gauthier et Racine, alors que les agissements de Racine et la preuve documentaire de ses transactions confirment le poids de l'information transmise par Gauthier le 7 novembre 2017. Racine a d'ailleurs qualifié celle-ci de « tuyau » devant les enquêteurs¹⁰⁴.

iv) *Discussion entre Racine et Racine Père et rencontre de Racine et Roy-Dussault.*

[107] Racine demande l'intervention de la Cour sur la Décision du TAMF de considérer qu'il a communiqué de l'information privilégiée ou recommandé à Racine Père¹⁰⁵ et à Roy-Dussault¹⁰⁶ de transiger le titre de Napec. Cette Décision serait viciée par deux erreurs fondamentales, soit celle que Racine détenait de l'information privilégiée à

¹⁰¹ Cette analyse couvre les paragraphes 139 à 200 de la Décision.

¹⁰² Décision, par. 210 à 224.

¹⁰³ Pièce D-23, M.A., vol. 4, p.1200.

¹⁰⁴ Décision, par. 175 et 287.

¹⁰⁵ Décision, par. 229.

¹⁰⁶ Décision, par. 248.

compter du 7 novembre 2017 sur Napec, et celle qu'il ait communiqué cette information privilégiée à ces personnes.

[108] La Cour a déjà décidé que le TAMF n'a pas fait d'erreur en concluant que Racine détenait de l'information privilégiée à compter du 7 novembre 2017 sur Napec. Il reste donc à regarder l'autre élément qui concerne les discussions entre Racine et Racine Père, d'une part, et Racine et Roy-Dussault, d'autre part.

[109] Pour ce qui est de la conversation entre Racine et Racine Père, la conclusion du TAMF voulant qu'elle a permis la communication d'une information privilégiée repose non seulement sur l'analyse de la fiabilité et la crédibilité de Racine, mais également sur celle de Racine Père. Cette analyse est conforme à la règle de droit en la matière¹⁰⁷, le TAMF ayant considéré les circonstances¹⁰⁸ et la force probante¹⁰⁹ de leurs déclarations antérieures.

[110] Il en va de même de la décision factuelle concernant le contenu des communications de Racine à Roy-Dussault au sujet du titre de Napec. Le TAMF a préféré retenir le témoignage affirmatif de Roy-Dussault¹¹⁰ et écarter celui de Racine qui se contredisait et qui n'était pas compatible avec la preuve documentaire¹¹¹.

[111] En conclusion, sur l'ensemble des erreurs factuelles alléguées, la Cour ne saurait substituer son opinion sur la fiabilité et la crédibilité des témoignages à celle du TAMF qui a entendu les témoins et a procédé à une pondération des différents éléments de preuve devant lui. En l'absence d'erreurs manifestes et déterminantes, ce moyen d'appel est rejeté.

5. Le TAMF a-t-il commis des erreurs de principe ayant une incidence sur la détermination des sanctions ou ayant pour effet d'imposer des sanctions abusives, déraisonnables et punitives aux Appelants?

[112] La décision d'imposer une sanction appartient au TAMF qui agit ainsi dans un territoire de compétence au cœur de ses fonctions.

[113] Le TAMF est saisi d'une demande d'imposition de pénalités administratives et d'interdiction d'agir à titre d'administrateur et dirigeant. Ces sanctions aux manquements retenus sont prévues aux articles 262.1, 265, 273.1 et 273.3 de la LVM qui se lisent :

262.1. Par suite d'un manquement à une obligation prévue par la législation en valeurs mobilières, l'Autorité peut demander au Tribunal administratif des marchés financiers de rendre, à l'égard de quiconque afin de corriger la situation ou de priver une personne des gains réalisés à l'occasion de ce manquement, une ou plusieurs des ordonnances suivantes:

¹⁰⁷ Gestion immobilière Gouin c. Complexe funéraire Fortin, 2010 QCCS 1763; Faryna v. Chorny, [1952] 2 D.L.R. 354 (BC C.A.)

¹⁰⁸ Décision, par. 234 à 239.

¹⁰⁹ Décision, par. 242 à 245.

¹¹⁰ Décision, par. 249 à 252.

¹¹¹ Décision, par. 253 à 259.

(...)

9° enjoindre à une personne de remettre à l'Autorité les montants obtenus par suite de ce manquement.

265. Le Tribunal administratif des marchés financiers peut interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs.

Il peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée.

(...)

273.1. Le Tribunal administratif des marchés financiers, après l'établissement de faits portés à sa connaissance qui démontrent qu'une personne a, par son acte ou son omission, contrevenu ou aidé à l'accomplissement d'une telle contravention à une disposition de la présente loi ou d'un règlement pris en application de celle-ci, peut imposer à cette personne une pénalité administrative et en faire percevoir le paiement par l'Autorité.

Le montant de cette pénalité ne peut, en aucun cas, excéder 2 000 000 \$ pour chaque contravention.

273.3. Le Tribunal administratif des marchés financiers peut interdire à une personne d'agir comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, d'un courtier, d'un conseiller et d'un gestionnaire de fonds d'investissement pour les motifs prévus à l'article 329 du Code civil ou lorsqu'elle fait l'objet d'une sanction en vertu de la présente loi, de la Loi sur la distribution de produits et services financiers (chapitre D-9.2) ou de la Loi sur les instruments dérivés (chapitre I-14.01).

L'interdiction imposée par le Bureau de décision et de révision ne peut excéder cinq ans.

Le Tribunal administratif des marchés financiers peut, à la demande de la personne concernée, lever l'interdiction aux conditions qu'il juge appropriées.

[114] Ces sanctions sont de nature administrative et non pénale. Elles visent à protéger le public.

[115] Les Appelants estiment abusives les sanctions imposées par la Décision. Ainsi, le TAMF aurait commis une erreur de principe en ne mettant pas en application le principe d'individualisation des sanctions. De plus, les sanctions seraient déraisonnables en ce que le TAMF :

- a) Aurait manifestement omis de tenir compte de l'absence de mauvaise foi et d'intention malhonnête des Appelants;
- b) Aurait dû considérer l'absence de preuve de repentir des Appelants comme un facteur neutre, plutôt qu'un facteur aggravant;
- c) A imposé aux Appelants la plus sévère période d'interdiction prévue par la loi en l'absence de toute preuve d'un quelconque risque de récidive.

[116] La Cour estime que le TAMF n'a pas commis d'erreur de principe ou omis de soupeser adéquatement les facteurs identifiés comme pertinents à l'individualisation des sanctions lesquelles ne sont donc pas manifestement non indiquées. Le choix des

sanctions et pénalités relève de l'exercice du pouvoir discrétionnaire du TAMF¹¹². Il n'y a pas lieu de déroger à la règle générale de non-intervention en la matière. Voici pourquoi.

[117] L'objet des lois régissant le domaine des valeurs mobilières est d'assurer que les personnes qui en exercent le commerce ou qui agissent comme conseillers en placement sont honnêtes et de bonne réputation¹¹³. Ces lois visent avant tout à protéger le public investisseur¹¹⁴.

[118] La marge de manœuvre d'un tribunal d'appel en matière de sanctions est particulièrement étroite¹¹⁵.

[119] Une sanction sévère peut demeurer indiquée, à moins d'être « *si sévère (...), qu'elle est injuste ou inadéquate eu égard la gravité de l'infraction et à l'ensemble des circonstances atténuantes et aggravantes du dossier* »¹¹⁶.

[120] En effet, le rôle du TAMF est de protéger les investisseurs, de favoriser la confiance dans les marchés ainsi que l'efficacité de ces derniers. Il faut donc non seulement que les sanctions préviennent une récidive chez les Appelants, mais qu'elles aient un effet suffisamment dissuasif pour toute personne susceptible de se retrouver dans une situation similaire.

[121] Il appert de la Décision que le TAMF est conscient de ce rôle¹¹⁷. Tel est d'ailleurs l'enseignement à retenir de l'arrêt *Cartaway resources corp. (re)*¹¹⁸ où le juge Lebel écrit :

[55] [...] Il est donc raisonnable de présumer, surtout du fait de l'expertise de la Commission dans la réglementation des marchés de capitaux, que la dissuasion générale conserve un rôle légitime dans la décision de prononcer ou non des ordonnances dans l'intérêt public et, le cas échéant, quant à la sévérité de ces ordonnances.

[56] Cette approche s'accorde avec la jurisprudence américaine en matière de valeurs mobilières. Cette dernière accepte que la dissuasion générale puisse être un facteur pertinent dans l'imposition des pénalités pour sanctionner une conduite frauduleuse. En effet, l'intérêt public commande l'application de sanctions appropriées pour assurer l'observation des règles, des règlements et des politiques de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») : voir p. ex. *United States c. Matthews*, 787 F.2d 38 (2d Cir. 1986), p. 47. L'importance des peines civiles ne cesse de croître pour la SEC et ce, pour des motifs divers, dont la nécessité de la dissuasion générale : voir R. G. Ryan, « Securities Enforcement : Civil Penalties in SEC Enforcement Cases : A Rising Tide » (2003), 17 *Insights* 17.

¹¹² *Gagnon c. Autorité des marchés financiers*, 2021 QCCQ 1976 (CanLII), par. 107.

¹¹³ *Gregory and Co. c. Quebec Securities Commission*, [1961] R.C.S. 584.

¹¹⁴ *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557.

¹¹⁵ *R. c. Lacasse*, 2015 CSC 64, par.11; *Terjanian c. Lafleur*, 2019 QCCA 230, par. 34.

¹¹⁶ *Terjanian c. Lafleur*, 2019 QCCA 230, par. 35, citant *Chambre de la sécurité financière c. Murphy*, 2010 QCCA 1078, par. 37.

¹¹⁷ Décision, par. 267.

¹¹⁸ 2004 1 R.C.S. 672. Ces extraits sont repris avec approbation par la Cour d'appel du Québec dans *Thibault c. Da Costa* 2014 QCCA 2347, paragr. 51.

[...]

[60] À mon avis, rien dans la compétence relative à l'intérêt public de la Commission que notre Cour a examinée dans *Asbestos*, précité, ne l'empêche de tenir compte de la dissuasion générale lorsqu'elle prononce une ordonnance. Au contraire, il est raisonnable de considérer qu'il s'agit d'un facteur pertinent, voire nécessaire, dans l'établissement d'ordonnances de nature à la fois protectrice et préventive. La juge Ryan l'a d'ailleurs reconnu dans sa dissidence : [TRADUCTION] « La notion de dissuasion générale n'est ni punitive ni réparatrice. Une pénalité qui se veut généralement dissuasive est celle qui vise à décourager ou à empêcher les autres de se livrer à de tels comportements » (par. 125).

[62] Il se peut fort bien que la réglementation des comportements sur les marchés ne donne des résultats valables que si les commissions des valeurs mobilières infligent après coup des peines qui dissuadent les participants au marché prudents de se livrer à de tels actes fautifs. Une semblable question relève clairement du champ d'expertise des commissions des valeurs mobilières, dans leur responsabilité particulière de protéger le public contre la fraude et de maintenir la confiance dans nos marchés de capitaux.

[122] En l'espèce, la Décision énonce correctement les principes que le TAMF doit appliquer aux faits pour déterminer les mesures administratives à imposer :

[267] Les ordonnances que le Tribunal rend ne sont pas punitives, elles visent la protection du public. Afin d'atteindre cet objectif, les ordonnances du Tribunal peuvent avoir un caractère prospectif en ce qu'elles visent à empêcher certaines conduites nuisibles de se reproduire pour éviter que la protection du public ne soit mise à risque. En ce sens, les ordonnances que le Tribunal est amené à prononcer sont de nature protectrice et préventive et doivent revêtir un caractère dissuasif.

[268] Pour déterminer les mesures administratives appropriées qu'il doit imposer, le Tribunal est guidé par les critères développés dans l'affaire *Demers*, dont :

- Le type et le nombre de manquements ainsi que la gravité des gestes posés;
- La conduite antérieure;
- La vulnérabilité des investisseurs sollicités;
- Les pertes subies par les investisseurs;
- Les profits réalisés;
- L'expérience;
- La position et le statut;
- L'importance des activités du contrevenant au sein des marchés financiers;
- Le caractère intentionnel des gestes posés;

- Le risque que le contrevenant fait courir aux investisseurs et aux marchés financiers si on lui permet de continuer ses activités;
- Les dommages causés à l'intégrité des marchés;
- Les facteurs dissuasifs;
- La collaboration;
- Le degré de repentir du contrevenant;
- Les facteurs atténuants; et
- Les sanctions imposées dans des circonstances semblables.

[Références omises]

[123] Le TAMF est conscient que chaque cas est un cas d'espèce et que tous les critères énoncés par l'affaire Demers¹¹⁹ n'ont pas à être nécessairement présents pour permettre l'imposition d'une sanction. Ainsi, dans la présente affaire, le TAMF choisit de retenir ceux-ci :

- a) Le type et le nombre de manquements ainsi que la gravité des gestes posés par les Appelants¹²⁰;
- b) La conduite antérieure des Appelants¹²¹;
- c) Les pertes subies par les investisseurs et les profits réalisés par les Appelants¹²²;
- d) L'expérience, la position et le statut des Appelants¹²³;
- e) Le caractère intentionnel des gestes posés par les Appelants¹²⁴;
- f) Les dommages causés à l'intégrité des marchés par l'utilisation d'information privilégiée qui crée une inégalité entre les participants et affecte la confiance des investisseurs dans le marché¹²⁵;
- g) Le facteur dissuasif de la sanction pour le contrevenant, mais aussi pour toute personne qui pourrait être tentée de commettre les mêmes manquements¹²⁶;
- h) Les facteurs atténuants invoqués par les Appelants, le fait qu'ils ont perdu leurs emplois et que leurs moyens financiers sont limités¹²⁷;

¹¹⁹ *Autorité des marchés financiers c. Demers*, 2006 QCBDRVM 17, p.29 et 30, appel rejeté par la Cour du Québec le 13 juin 2007, 2007 QCCQ 6870 et appel rejeté par la Cour d'Appel 2007 QCCA 1350.

¹²⁰ Décision, par. 270 à 273.

¹²¹ Décision, par. 274.

¹²² Décision, par. 275 à 283.

¹²³ Décision, par. 284 à 288.

¹²⁴ Décision, par. 289 à 293.

¹²⁵ Décision, par. 294.

¹²⁶ Décision, par. 295 à 298.

¹²⁷ Décision, par. 299 à 302.

- i) Les sanctions imposées dans les décisions présentant des circonstances semblables¹²⁸.

[124] À la lumière de ces facteurs, le TAMF procède par la suite à l'individualisation des sanctions¹²⁹. Que le résultat coïncide avec les demandes de l'AMF n'enlève rien à la qualité et validité du raisonnement qui respectent les principes de droit applicables.

a) L'absence de mauvaise foi et d'intention malhonnête

[125] Ce que les Appelants présentent comme une absence de mauvaise foi et d'intention malhonnête a été considérée et qualifiée par le TAMF dans son examen du critère relatif au caractère intentionnel de leurs gestes. Il écrit :

[289] Les manquements n'ont pas été commis par erreur ou de bonne foi ou par des jeunes inexpérimentés. Philippe Gauthier et Frédéric Racine, deux professionnels d'expérience, ont posé des gestes de façon intentionnelle. En effet, Philippe Gauthier a voulu faire profiter ses amis Frédéric Racine, Vincent Pouliot et Paul Ayoub de l'information privilégiée dont il disposait. Quant à Frédéric Racine, il a voulu profiter de l'information privilégiée communiquée par Philippe Gauthier en achetant des actions de Napec. Il a aussi voulu faire profiter son père et Anne Roy-Dussault de celle-ci.

[290] Le Tribunal retient notamment la chronologie des événements, la manière dont Frédéric Racine a financé ses opérations ainsi que la concentration du titre de Napec dans ses portefeuilles CELI et REER, le montant investi par Frédéric Racine sur la brève période de moins d'un mois et la vente rapide de la totalité des titres de Napec le jour après l'annonce publique. Le Tribunal tient compte également du fait que Frédéric Racine s'est vanté dans un message texte à Anne Roy-Dussault qu'il allait effectuer 50 % de profits sur un « autre deal », alors qu'il référait au titre de Napec, même s'il a nié au Tribunal qu'il référait à ce titre.

[291] Le Tribunal tient compte des contradictions dans les témoignages de Frédéric Racine devant les enquêteurs de l'Autorité et devant le Tribunal.

[292] Le Tribunal retient aussi les témoignages contradictoires de Gilles Racine, père de Frédéric Racine, devant les enquêteurs de l'Autorité et devant le Tribunal, de la même manière que ceux de son fils. Sa dernière version est d'ailleurs alignée sur celle de son fils.

[293] Le Tribunal tient également compte que tant Philippe Gauthier que Frédéric Racine ont insinué que la communication de l'information privilégiée provenait d'autres personnes de leur réseau sans que ces allégations puissent être corroborées de quelques façons que ce soit.

[Références omises]

[126] Ainsi, l'argument des Appelants voulant qu'ils aient agi de bonne foi et sans intention malhonnête a été considéré et il ne revient pas à la Cour de substituer son appréciation sur la question à celle du TAMF qui motive de façon détaillée sa conclusion.

¹²⁸ Décision, par. 303 et 304

¹²⁹ Décision, par. 305 à 328.

Le TAMF parle d'une absence de bonne foi et décrit longuement le manque d'intégrité et d'honnêteté des Appelants.

b) Le poids accordé à l'absence de repentir des Appelants

[127] Comme le démontre le paragraphe 286 de la Décision, le TAMF ne retient pas le critère du degré de repentir pourtant mentionné à l'arrêt *Demers* dans l'analyse des mesures administratives appropriées.

[128] Au paragraphe 310 de la Décision, le TAMF analyse la jurisprudence canadienne. L'ajout de « *comme c'est le cas pour Frédéric Racine* » est le fruit d'une rédaction possiblement maladroite d'un constat de similarité des faits, mais qui n'implique pas que le TAMF considère cet élément comme un facteur aggravant.

[129] À tout événement, cette mention par le TAMF ne saurait avoir un caractère déterminant sur le montant de la pénalité administrative de 250 000 \$ imposée à Racine qui équivaut à un multiple de 2,83 fois son gain de 88 395 \$, ce qui est à l'intérieur de la fourchette permettant l'utilisation d'un multiple de 1 à 4 fois le montant du gain¹³⁰.

[130] Par ailleurs, l'article 273.1 de la LVM ne prévoit ni un montant minimal ni un montant qui soit fonction d'un multiple du bénéfice réalisé pour la pénalité administrative. Au contraire, cet article parle d'un montant n'excédant pas 2 millions de dollars pour chaque contravention¹³¹.

[131] La Cour partage l'avis de la Cour d'Appel de l'Alberta¹³² voulant qu'une ordonnance de remise des gains puisse coexister avec l'imposition d'une pénalité administrative. En effet, l'ordonnance de remise n'a pas la même finalité que la pénalité administrative. La première est une mesure de redressement, alors que la seconde vise à dissuader les participants au marché de commettre des manquements similaires.

[132] Il serait contraire à l'objectif de protection des marchés qu'un initié ayant manqué aux règles interdisant l'usage d'information privilégiée n'ait qu'à remettre le montant du gain réalisé par son manquement¹³³.

¹³⁰ Dans *Autorité des marchés financiers c. Fiset*, 2018 QCTMF 56, confirmé par 2019 QCCQ 8855, un multiple de 4 a été utilisé.

¹³¹ Ajoutons qu'un troisième alinéa a été ajouté à l'article 273.1 par la *Loi modifiant diverses dispositions principalement dans le secteur financier*, L.Q. 2025 c. 16. Il stipule : « Lorsqu'une contravention se poursuit durant plus d'un jour, elle constitue une contravention distincte pour chaque jour durant lequel elle se poursuit. » Bien que cet alinéa n'était pas en vigueur au moment des infractions, son adoption renforce l'argument retenu par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Cartaway Resources corp (Re)* 2004 1 R.C.S. 672, par. 60 et 62 qu'il est pertinent pour le TAMF de vouloir dissuader les participants au marché en général de poser de tels actes fautifs.

¹³² *Walton v. Alberta (Securities Commission)*, 2014 ABCA 273 (CanLII).

¹³³ *Fauth (Re)*, 2019 ABASC 102, par. 96 et 97.

[133] En ce qui a trait à la pénalité administrative de 350 000 \$ imposé à Gauthier, le TAMF compare la situation de celui-ci à celle de Mitchell Finkelstein dans l'arrêt *Azeff*¹³⁴ prononcé neuf ans plutôt :

[306] Philippe Gauthier est à l'origine des manquements qui font l'objet de la présente affaire. Sa situation s'apparente à celle de Mitchell Finkelstein dans l'affaire *Azeff*. Dans cette affaire, l'intimé avait communiqué de l'information privilégiée relativement à des transactions de fusion et acquisition sur lesquelles il travaillait comme avocat ou sur lesquelles travaillaient d'autres membres de son cabinet à trois occasions à son ami d'enfance. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario lui a imposé des pénalités administratives de 150 000 \$ par manquement pour un total de 450 000 \$. Tout comme Philippe Gauthier, il n'a pas été démontré que Mitchell Finkelstein a effectué lui-même des opérations alors qu'il disposait d'information privilégiée ni tiré profit des manquements qu'il avait commis.

[307] Le Tribunal est d'avis qu'il doit appliquer cette approche dans le cas de Philippe Gauthier. Ainsi, comme Philippe Gauthier a communiqué de l'information privilégiée et recommandé l'achat de titres de Napec alors qu'il disposait d'une information privilégiée apprise dans le cadre de son travail, à deux de ses amis de l'époque soit Vincent Pouliot et Frédéric Racine et qu'il a recommandé l'achat d'actions de Napec à Paul Ayoub, le Tribunal décide de lui imposer une pénalité administrative du même ordre. Le Tribunal est d'avis qu'une pénalité de 350 000 \$ est justifiée puisqu'il était la source de la communication de l'information privilégiée et en raison des fonctions qu'il occupait et de la confidentialité à laquelle il était tenu.

[Références omises]

[134] Cette analyse démontre que le TAMF a procédé à une évaluation adéquate et sans faille de l'individualisation de cette sanction.

c) Le risque de récidive

[135] L'absence de preuve d'un risque de récidive de Gauthier et Racine ne rend pas déraisonnables pour autant les ordonnances d'interdiction d'investir et d'occuper certaines fonctions pour une période de 5 ans. Tout d'abord, les ordonnances d'interdictions sont de nature préventive, mais aussi dissuasive. Transiger sur les marchés financiers est un privilège et ce principe est reconnu tant dans la jurisprudence québécoise¹³⁵ que dans la jurisprudence en Ontario¹³⁶.

[136] Rappelons que l'interdiction d'investir n'est pas totale. Elle est modulée par de nombreuses exceptions qui permettent aux Appelants de transiger les titres de fonds d'investissement dans des comptes enregistrés et qui leur permet de confier la gestion

¹³⁴ *Paul Azeff et Al.* 2015 ONSEC 29 (CanLII), appel rejeté : *Finkelstein v. Ontario (Securities Commission)*, 2016 ONSC 7508 (CanLII); *Finkelstein v. Ontario (Securities Commission)*, 2018 ONCA 61(CanLII)

¹³⁵ *Autorité des marchés financiers c. Fiset*, 2018 QCTMF 56 (CanLII), par. 68 : Appel rejeté, *Fiset c. Autorité des marchés financiers*, 2019 QCCQ 8855 (CanLII).

¹³⁶ *Kitmitto v. Ontario (Securities Commission)*, 2024 ONSC 1412 (CanLII), par. 180.

de leur portefeuille existant à un gestionnaire de portefeuille. Les passages de l'affaire *Dean Evans*¹³⁷ cités par les Appelants ne leur sont d'aucun secours. En effet, ils sont en lien avec l'un des critères de l'arrêt *Demers* qui n'a pas été spécifiquement retenu par le TAMF en l'instance, soit le risque que le contrevenant fait courir aux investisseurs et aux marchés financiers si on lui permet de continuer ses activités. Dans *Dean Evans*, les défendeurs étaient inscrits auprès de l'AMF à titre de représentants, ce qui peut expliquer l'angle d'analyse.

[137] Dans le présent dossier, le TAMF précise que l'interdiction est justifiée par son analyse à la lumière des critères de l'arrêt *Demers* et de son examen de la jurisprudence des autres provinces canadiennes dans les cas de manquements aux interdictions d'usage d'informations privilégiées¹³⁸.

[138] Les règles existent pour protéger l'intégrité et la confiance des investisseurs dans le bon fonctionnement du marché. Il importe de dissuader ceux qui pourraient être tentés de les violer.

[139] La démonstration des Appelants ne parvient pas à convaincre la Cour que les sanctions qui leur ont été imposées sont abusives, injustes ou inadéquates eu égard à la gravité des manquements retenus et à l'analyse des critères applicables par le TAMF.

[140] Finalement, bien que l'ordonnance d'interdiction d'agir comme administrateur et dirigeant d'un émetteur assujetti ait été prononcée pour la durée maximale prévue à l'article 273.3 de la LVM, il y a lieu de considérer le pouvoir conféré au TAMF de lever cette interdiction aux conditions qu'il jugerait appropriées¹³⁹ si les Appelants le lui demandent. Ce pouvoir tempère donc la sévérité de la sanction.

[141] La Cour ne peut donc pas conclure que les sanctions imposées par le TAMF sont si sévères qu'elles sont injustes ou inadéquates eu égard à la gravité des manquements et à l'ensemble des critères développés par l'arrêt *Demers*. Ce cinquième moyen d'appel des Appelants est donc également rejeté.

PAR CES MOTIFS, LE TRIBUNAL :

REJETTE l'appel de la décision du 24 mai 2024 prononcée par le Tribunal administratif des marchés financiers dans le dossier 2021-014002;

CONDAMNE les Appelants aux frais de justice en appel.

MARTINE L. TREMBLAY, J.C.Q.

¹³⁷ *Autorité des marchés financiers c. Dean Evans Service au client privé inc.*, 2020 QCTMF 35

¹³⁸ Décision, par. 316 et 137.

¹³⁹ Art. 273.3 al. 3 de la LVM.

Me Pascal Alexandre PELLETIER
MORIN PELLETIER AVOCATS
Avocat des Appelants

Me Jean-Benoît HÉBERT
AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS
Avocat de l'Intimée

Date de l'instruction : 6 novembre 2025