

Sharbern Holding Inc. *Appellant*

v.

Vancouver Airport Centre Ltd., Larco Hospitality Management Inc., MM&R Valuation Services Inc. doing business as HVS International — Canada and HVS International — Canada *Respondents*

INDEXED AS: SHARBERN HOLDING INC. v.
VANCOUVER AIRPORT CENTRE LTD.

2011 SCC 23

File No.: 33280.

2010: October 6; 2011: May 11.

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

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
BRITISH COLUMBIA

Commercial law — Property — Disclosure statements — Company developing and marketing two hotels on same property — Purchasers of strata units in each hotel entering into differing agreements with developer — Purchasers of Hilton units not informed of different financial arrangements offered to purchasers of Marriott units — Hilton not performing as expected and owners of Hilton units incurring losses — Whether developer liable for misrepresentation under B.C. Real Estate Act for material false statements — Whether developer able to avail itself of statutory defence — Whether deemed reliance under Real Estate Act was rebuttable — Real Estate Act, R.S.B.C. 1996, c. 397, s. 75.

Torts — Negligent misrepresentation — Disclosure statements — Company developing and marketing two hotels on same property — Purchasers of strata units in each hotel entering into differing agreements with developer — Purchasers of Hilton units not informed of different financial arrangements offered to purchasers of Marriott units — Hilton not performing as expected and owners of Hilton units incurring losses — Whether

Sharbern Holding Inc. *Appelante*

c.

Vancouver Airport Centre Ltd., Larco Hospitality Management Inc., MM&R Valuation Services Inc. faisant affaire sous la dénomination HVS International — Canada et HVS International — Canada *Intimés*

RÉPERTORIÉ : SHARBERN HOLDING INC. c.
VANCOUVER AIRPORT CENTRE LTD.

2011 CSC 23

N° du greffe : 33280.

2010 : 6 octobre; 2011 : 11 mai.

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

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DE LA
COLOMBIE-BRITANNIQUE

Droit commercial — Biens — Communication de renseignements — Société qui développe puis exploite deux hôtels sur le même terrain — Les acheteurs d'unités dans l'un et l'autre hôtel concluent avec le promoteur des ententes distinctes — Les acheteurs d'unités dans le Hilton ne sont pas informés des différences entre les ententes financières conclues avec eux et celles offertes aux acheteurs d'unités dans le Marriott — Le Hilton ne connaît pas le succès anticipé et ses propriétaires subissent des pertes — La responsabilité du promoteur est-elle engagée sous le régime de la Real Estate Act de la C.-B. au motif qu'il aurait fait des déclarations erronées sur des points importants? — Le promoteur peut-il se prévaloir du moyen de défense prévu par la Real Estate Act? — La présomption prévue par la Real Estate Act selon laquelle les investisseurs sont réputés s'être fiés à ce qui leur a été présenté est-elle réfutable? — Real Estate Act, R.S.B.C. 1996, ch. 397, art. 75.

Responsabilité délictuelle — Déclarations inexactes faites par négligence — Communication de renseignements — Société qui développe puis exploite deux hôtels sur le même terrain — Les acheteurs d'unités dans l'un et l'autre hôtel concluent avec le promoteur des ententes distinctes — Les acheteurs d'unités dans le Hilton ne sont pas informés des différences entre les ententes financières conclues avec eux et celles offertes

developer liable for negligent misrepresentation under common law.

Fiduciary duty — Agent — Company developing and marketing two hotels on same property — Purchasers of strata units in each hotel entering into differing agreements with developer — Purchasers of Hilton units not informed of different financial arrangements offered to purchasers of Marriott units — Developer entering into non-competition agreements with owners of Marriott units on behalf of owners of Hilton units without prior consent — Hilton not performing as expected and owners of Hilton units incurring losses — Whether developer owed a fiduciary duty to owners of Hilton units — If so, whether developer was in breach of its fiduciary duty.

The respondent developer Vancouver Airport Centre Ltd. (“VAC”) was incorporated for the purpose of developing and marketing two hotels on the same property: a Marriott hotel and a Hilton hotel. The two hotels were essentially identical and were joined by a concourse of shops and other amenities. Purchasers of strata lots in each hotel entered into separate Hotel Asset Management Agreements with VAC. The two hotels were marketed and developed at different times, resulting in differences in the financial arrangements offered to the purchasers of each hotel. VAC offered purchasers in the Marriott hotel a guarantee and VAC was entitled to a monthly management fee of a percentage of the gross rental revenue as well as an incentive management fee. VAC did not offer purchasers in the Hilton hotel a guarantee, and VAC’s monthly management fee for the Hilton was lower than for the Marriott. The Hilton Disclosure Statement did not disclose the differences in financial arrangements as between the Hilton Owners and the Marriott Owners. The Hilton Owners incurred losses.

S represents a class of investors who purchased strata lots in the Hilton hotel from VAC. S claimed that VAC was liable for failing to disclose details about differences in the financial arrangements given to the Hilton Owners and those given to the Marriott Owners. S alleged that the differences resulted in an undisclosed conflict of interest in that they created an incentive for

aux acheteurs d’unités dans le Marriott — Le Hilton ne connaît pas le succès anticipé et ses propriétaires subissent des pertes — Le promoteur est-il responsable en common law pour avoir fait par négligence des déclarations inexactes?

Obligation fiduciaire — Mandataire — Société qui développe puis exploite deux hôtels sur le même terrain — Les acheteurs d’unités dans l’un et l’autre hôtel concluent avec le promoteur des ententes distinctes — Les acheteurs d’unités dans le Hilton ne sont pas informés des différences entre les ententes financières conclues avec eux et celles offertes aux acheteurs d’unités dans le Marriott — Le promoteur conclut pour le compte des propriétaires du Hilton, mais sans avoir préalablement obtenu leur consentement, une entente de non-concurrence avec les propriétaires du Marriott — Le Hilton ne connaît pas le succès anticipé et ses propriétaires subissent des pertes — Le promoteur avait-il une obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton? — Le cas échéant, le promoteur a-t-il manqué à son obligation fiduciaire?

L’un des intimés, le promoteur Vancouver Airport Centre Ltd. (« VAC »), a été constitué afin de développer et d’exploiter deux hôtels sur le même terrain : un hôtel Marriott et un hôtel Hilton. Les deux hôtels étaient essentiellement identiques et étaient reliés par un hall-promenade abritant des boutiques et offrant certains services. Les acheteurs d’unités dans l’un et l’autre hôtel ont conclu avec le VAC des ententes distinctes en vue de l’administration de chaque hôtel. Les deux hôtels ont été lancés sur le marché et mis en valeur à des époques différentes, ce qui a été à l’origine des différences dans les ententes financières conclues avec les acheteurs d’unités de l’un et l’autre hôtel. Le VAC a offert une garantie aux acheteurs d’unités du Marriott, et des frais d’administration mensuels équivalant à un certain pourcentage des revenus de location bruts ainsi qu’une prime de performance lui étaient payés. Le VAC n’a offert aucune garantie aux acheteurs d’unités du Hilton, et les frais mensuels qui lui étaient payés pour l’administration de cet hôtel étaient moins élevés que ceux du Marriott. Les renseignements communiqués relativement au Hilton ne faisaient pas état de ces différences. Les propriétaires du Hilton ont subi des pertes.

S représente un groupe d’investisseurs qui ont acheté du VAC des unités dans l’hôtel Hilton. S soutient que le VAC a engagé sa responsabilité en omettant de fournir aux propriétaires du Hilton les détails des différences entre les ententes financières conclues avec eux et celles offertes aux propriétaires du Marriott. S allègue que ces différences ont engendré un conflit d’intérêts,

VAC to favour the Marriott over the Hilton in its operation and management of the two hotels.

The trial judge concluded that the undisclosed differences in financial arrangements gave rise to at least a potential conflict of interest, particularly in view of the potential for common management of the two hotels. She then concluded that VAC negligently misrepresented both the absence of an actual or potential conflict of interest and the nature of the agreements between VAC and the Marriott Owners and found both misrepresentations material. While her reasons were not entirely clear, it appears she found VAC liable both under common law and under the *Real Estate Act*. The trial judge concluded that under the *Real Estate Act* the investors were deemed to rely on material misrepresentations by VAC and that such deemed reliance was a non-rebuttable presumption. The trial judge also found that in its capacity as manager, VAC was a fiduciary of the Hilton Owners, that a conflict existed with respect to VAC's interests as between the Hilton and the Marriott, and that VAC was liable for breach of fiduciary duty because it did not disclose that conflict. She also found that VAC was liable for breach of fiduciary duty as manager.

The Court of Appeal allowed VAC's appeal. The appellate court found that the details of the financial arrangements between the two hotels were not material. As to breach of fiduciary duty, the Court of Appeal determined that there was no breach by VAC.

Held: The appeal should be dismissed.

Both the *Securities Act* and the *Real Estate Act* governed VAC's disclosure obligations. VAC's disclosure obligations were limited to disclosing specific prescribed matters. VAC issued one document that combined the two Acts' requirements: the Hilton Disclosure Statement.

S claims that VAC is liable for misrepresentations found in the Hilton Disclosure Statement which resulted in the non-disclosure of a material conflict of interest leading to two potential causes of action: one under s. 75 of the *Real Estate Act*, and the other at common law under the tort of negligent misrepresentation.

dont l'existence n'a pas été révélée, du fait qu'elles incitaient le VAC à favoriser le Marriott au détriment du Hilton, s'agissant de l'exploitation et de l'administration des deux hôtels.

La juge de première instance a conclu que l'omission de faire état des différences dans les ententes financières était à tout le moins susceptible d'engendrer un conflit d'intérêts, notamment parce que les deux hôtels pouvaient faire l'objet d'une administration commune. Elle a ensuite conclu que le VAC avait fait preuve de négligence en faisant des déclarations inexactes quant à l'absence de tout conflit d'intérêts — ou de toute possibilité d'un tel conflit — et au véritable contenu des ententes conclues avec les propriétaires du Marriott. Selon elle, il s'agissait de déclarations inexactes sur des points importants. Bien que ses motifs ne soient pas tout à fait clairs, il semble qu'elle a conclu que la responsabilité du VAC était engagée selon les règles de la common law et celles de la *Real Estate Act*. Elle a aussi conclu que sous le régime de la *Real Estate Act* les investisseurs étaient réputés s'être fiés aux déclarations inexactes du VAC sur des points importants et que cette présomption ne pouvait être réfutée. La juge a conclu qu'à titre d'administrateur, le VAC avait une obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton, que ses intérêts relativement à l'un et l'autre hôtel étaient en conflit, et qu'il avait manqué à son obligation fiduciaire en omettant de signaler l'existence de ce conflit. Elle a enfin conclu que le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire en sa qualité d'administrateur.

La Cour d'appel a accueilli l'appel du VAC, concluant que les modalités des ententes financières relatives à l'un et l'autre hôtel étaient sans importance. Elle a aussi conclu que le VAC n'avait pas manqué à son obligation fiduciaire.

Arrêt : Le pourvoi est rejeté.

La *Securities Act* et la *Real Estate Act* prévoyaient les obligations du VAC en matière de communication. Le VAC ne devait fournir que certains renseignements bien précis. Le VAC a satisfait aux exigences de l'une et l'autre loi dans un seul document, à savoir le document du Hilton.

S prétend que la responsabilité du VAC est engagée au motif qu'il aurait fait des déclarations inexactes dans le document du Hilton et que celles-ci auraient mené à l'omission de faire état d'un conflit d'intérêts important donnant ouverture à deux causes d'action possibles : l'une repose sur l'art. 75 de la *Real Estate Act*, l'autre, sur le délit de common law de déclaration inexacte faite par négligence.

Under the *Real Estate Act*, a material false statement in a disclosure statement will result in the developer being liable to investors for any resulting loss they may have sustained. However, s. 75 also contains a defence which provides that if the developer had reasonable grounds to believe and did believe that the material false statement was true, it would not be liable.

A materiality standard is a legislated and regulatory balancing between too much and too little disclosure. The jurisprudence has recognized that it is not in the interests of investors to be buried in trivial information that will impair decision making. The *Real Estate Act* does not define what is meant by the term “material” when it is used in the context of the “material false statement” required for liability under s. 75. Information is material if there is a substantial likelihood that it would have been considered important by a reasonable investor in making his or her decision to invest. In other words, information is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available. Materiality is a question of mixed law and fact, and except in those cases where common sense inferences are sufficient, the party alleging materiality must provide evidence in support of that contention. In carrying out a materiality assessment, a court must first look at the information disclosed to investors at the time they made their investment decision. The next step is to consider the omitted information against the backdrop of what was disclosed. As part of this second step, a court may consider contextual evidence which helps to explain, interpret, or place the omitted information in a broader factual setting, provided it is viewed in the context of the disclosed information. Investors’ behaviour evidence is relevant to the materiality assessment. Evidence of common knowledge or, depending upon the circumstances, knowledge specific to particular investors would also be admissible. Nonetheless, in considering the question of materiality, the predominant focus is on the disclosed and omitted information.

The trial judge erred in law with respect to assessing the materiality of the alleged false statements in three ways. First, once she had determined that the differences in financial arrangements created a potential or actual conflict of interest, she found that there was an

Selon la *Real Estate Act*, si les renseignements communiqués contiennent une déclaration erronée sur un point important à l’origine d’une perte subie par l’investisseur, le promoteur sera tenu de compenser cette perte. Toutefois, l’art. 75 fournit un moyen de défense au promoteur, qui ne sera pas tenu de compenser la perte s’il établit qu’il avait des motifs raisonnables de croire — et qu’il croyait effectivement — que la déclaration en cause était exacte.

La norme de l’importance est le fruit d’un équilibre législatif et réglementaire entre une communication surabondante et une communication insuffisante de renseignements. La jurisprudence a reconnu qu’il n’était pas dans l’intérêt des investisseurs d’être inondés de renseignements futiles nuisant à la prise de décision. Le régime de responsabilité prévu à l’art. 75 de la *Real Estate Act* ne précise pas ce que signifie « important » dans le mot « déclaration erronée sur un point important ». Le renseignement est important s’il existe une probabilité marquée que l’investisseur raisonnable l’aurait jugé important au moment de prendre sa décision. Autrement dit, il doit exister une probabilité marquée que l’investisseur raisonnable aurait jugé que le renseignement aurait modifié de façon significative l’ensemble des renseignements mis à sa disposition s’il lui avait été communiqué. L’importance est une question mixte de droit et de fait et, sauf dans les cas où des inférences fondées sur le bon sens suffisent, la partie qui allègue l’importance doit présenter des éléments de preuve à l’appui de sa thèse. Pour évaluer l’importance, le tribunal doit d’abord examiner les renseignements qui avaient été communiqués aux investisseurs au moment où ils ont pris leur décision. La prochaine étape consiste à examiner les renseignements omis au regard de ceux qui avaient été communiqués. Le tribunal peut, dans le cadre de cette deuxième étape, prendre en compte les éléments de contexte qui permettent d’expliquer, interpréter ou analyser les renseignements omis à la lumière d’un contexte factuel plus général, pourvu qu’il le fasse au regard des renseignements communiqués. La preuve du comportement des investisseurs est pertinente en ce qui concerne l’évaluation de l’importance. La preuve établissant tout fait de notoriété publique ou, selon les circonstances, les connaissances de certains investisseurs en particulier serait aussi admissible. Cependant, l’examen de l’importance doit porter principalement sur les renseignements qui ont été communiqués et ceux qui ne l’ont pas été.

La juge de première instance a commis trois erreurs de droit en ce qui concerne l’évaluation de l’importance des déclarations erronées qu’aurait faites le VAC. Premièrement, après avoir conclu que les différences dans les ententes financières créaient un conflit

obligation to disclose them as if they were inherently material. This approach misinterprets the statutory requirement as well as the test for materiality. While it is true that in certain situations, common sense inferences will be sufficient to establish materiality, in this case, there was evidence to support the opposite inference that the omitted information was not material in the context of what had already been disclosed. Therefore, a more detailed analysis of the evidence constituting the total mix of information was required in order to make a determination about what a reasonable investor would have considered significant.

Second, the trial judge erred by reversing the burden of proof of materiality from the plaintiff to the defendant. Once the trial judge was satisfied that S had proven the existence of a conflict of interest, she turned to VAC to show why it was not material. The result was that she made the determination that the conflict of interest was material without requiring S to satisfy its burden, as plaintiff, of proving materiality.

Third, the trial judge erred when she failed to consider all of the evidence relevant to the determination of materiality. Relevant evidence was available concerning the general economic climate at the time the strata lots were sold, the financial arrangements offered to Hilton Owners, the disclosure made by VAC of common management and risk factors, and the limited extent of VAC's ability to act upon the differences in financial arrangements in its own interests. There was also evidence of the conduct of fully informed investors, either prior to making their investment decisions or subsequent to their investment, when they had learned of the guarantee given to the Marriott Owners. This evidence was relevant to the trial judge's materiality assessment.

While S was not required to prove that investors would not have purchased the Hilton strata lots had they known about the differences in financial arrangements, it did have the burden of proving materiality, on a balance of probabilities. S failed to adduce evidence to prove the materiality of the differences in financial arrangements.

Even if VAC were shown to have made a material false statement, the statutory defence contained in s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act* would preclude

d'intérêts ou, à tout le moins, la possibilité d'un tel conflit, elle a estimé que le VAC devait en faire part aux investisseurs, comme si l'existence même du conflit était en soi importante. Ce faisant, elle a mal interprété l'obligation légale ainsi que le critère de l'importance. Même s'il est vrai que, dans certaines situations, des inférences fondées sur le bon sens suffiront pour établir l'importance, en l'espèce, certains éléments de preuve établissant que les renseignements omis n'étaient pas importants compte tenu de ce qui avait été déjà communiqué aux investisseurs auraient pu permettre d'inférer le contraire. Il fallait donc faire une analyse plus détaillée des éléments de preuve constituant l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs pour déterminer ce que l'investisseur raisonnable aurait jugé important.

Deuxièmement, la juge a commis une erreur en faisant passer de la partie demanderesse à la défenderesse la charge d'établir l'importance des déclarations en cause. Ayant jugé que S avait établi que le VAC était en conflit d'intérêts, elle a invité ce dernier à expliquer pourquoi ce conflit n'était pas important. Elle a donc jugé que le conflit d'intérêts était important sans même exiger que S s'acquitte du fardeau qui lui incombait, en sa qualité de partie demanderesse, d'établir l'importance.

Troisièmement, la juge a commis une erreur en omettant de soupeser l'ensemble des éléments de la preuve se rapportant à la question de l'importance des déclarations. Des éléments de preuve pertinents ont été communiqués au sujet de la conjoncture économique générale au moment de la vente des unités, des ententes financières offertes aux propriétaires du Hilton, des renseignements que le VAC avait fournis concernant l'administration commune des hôtels et les facteurs de risque, et du peu de moyens dont il disposait pour bénéficier de ces différences. Il y avait également de la preuve au sujet du comportement d'investisseurs pleinement informés — soit avant qu'ils ne prennent leur décision d'investir ou non des capitaux, soit après en avoir investis — lorsqu'ils ont appris l'existence de la garantie donnée aux propriétaires du Marriott. Cette preuve était pertinente en ce qui concerne l'évaluation de l'importance faite par la juge.

Même si S n'était pas tenue de prouver que les investisseurs n'auraient pas acheté les unités du Hilton s'ils avaient connu les différences dans les ententes financières, elle devait établir l'importance selon la prépondérance des probabilités. S n'a produit aucune preuve en vue d'établir l'importance de ces différences.

Même s'il était établi que le VAC avait fait une déclaration erronée sur un point important, le moyen de défense prévu au sous-al. 75(2)(b)(viii) de la *Real Estate*

VAC from being found liable under s. 75(2). To rely on the defence, VAC had to show that it subjectively believed the representations it made were true and that it objectively had reasonable grounds for such a belief. The statutory defence does not appear to have been considered by the trial judge. Evidence of common industry practices and of VAC's limited practical means and incentives to prefer the Marriott hotel over the Hilton hotel indicates that VAC subjectively believed, and objectively had reasonable grounds to believe, that it was making true statements when it did not disclose the details of the differences in financial arrangements and represented in the Hilton Disclosure Statement that it had entered into agreements with the Marriott that were similar in form and substance to those governing the Hilton and that it was not aware of any existing or potential conflicts of interest.

The presumption of deemed reliance under the *Real Estate Act* was rebuttable when it could be proven, on a balance of probabilities, that the investor had knowledge of the misrepresented or omitted facts or information at the time the investor made the purchase. While the *Real Estate Act* did not expressly provide for a rebuttable presumption, the use of the word "deemed" does not always result in a conclusive, non-rebuttable presumption. It is the purpose of the statute that must be examined in order to determine if the presumption is rebuttable.

VAC is also not liable for the tort of negligent misrepresentation. The trial judge did not consider whether VAC breached the standard of care. S's failure to demonstrate how VAC breached the standard of care is fatal to its common law claim.

Although VAC, as manager of the Hilton, had fiduciary obligations to S, S did not discharge its onus of proving a breach of fiduciary duty. The nature and scope of the fiduciary duty owed by VAC must be assessed in the context of the contract giving rise to those duties. When VAC was acting as an issuer, its relationship with S was not fiduciary in nature. However, when VAC began acting as S's agent under the Hotel Asset Management Agreement, a fiduciary relationship arose. VAC's position of conflict in managing both the Hilton and the Marriott hotels had already been disclosed to S.

Act empêcherait que sa responsabilité ne soit engagée en application du par. 75(2). Pour invoquer ce moyen de défense, le VAC devait démontrer qu'il croyait subjectivement à la véracité des déclarations qu'il avait faites, et que cette croyance était objectivement fondée sur des motifs raisonnables. La juge de première instance ne semble pas avoir tenu compte de ce moyen de défense. Il ressort de la preuve de la pratique au sein de l'industrie, d'une part, et du fait que le VAC disposait de peu de moyens pour favoriser le Marriott au détriment du Hilton et qu'il avait peu d'intérêt à le faire, d'autre part, que le VAC croyait subjectivement à la véracité de ses déclarations, et que cette croyance était objectivement fondée sur des motifs raisonnables, même s'il avait omis de communiquer dans le document du Hilton les détails des différences dans les ententes financières et y avait déclaré que les ententes qu'il avait conclues avec le Marriott étaient similaires sur la forme et sur le fond à celles intervenues à l'égard du Hilton et que, selon lui, il n'existait aucun conflit d'intérêts — ni aucune possibilité d'un tel conflit.

La présomption prévue par la *Real Estate Act* était réfutable par le biais d'une preuve établissant, selon la prépondérance des probabilités, que l'investisseur était au courant des déclarations inexactes ou des omissions au moment où il a fait son acquisition. La *Real Estate Act* ne prévoyait pas expressément une présomption réfutable, mais l'utilisation du mot « réputé » ne crée pas toujours une présomption décisive et irréfutable. C'est l'objet de la loi qu'il faut examiner pour savoir si la présomption est réfutable.

La responsabilité du VAC n'est pas engagée selon les règles de la common law en matière de déclaration inexacte faite par négligence. La juge de première instance a omis de se demander si le VAC avait contrevenu à la norme de diligence. L'omission de S de prouver en quoi le VAC avait manqué à la norme de diligence est fatale à son recours fondé sur la common law.

À titre d'administrateur du Hilton, le VAC avait des obligations fiduciaires envers S, mais celle-ci ne s'est pas acquittée de la charge qui lui incombait d'établir qu'il avait manqué à ces obligations. La nature et la portée des obligations fiduciaires du VAC s'apprécient dans le contexte du contrat d'où elles résultent. La relation que le VAC entretenait avec S en sa qualité d'émetteur de valeurs n'était pas de nature fiduciaire. Toutefois, à partir du moment où le VAC agissait à titre de mandataire pour S conformément à l'entente sur l'administration des biens du Hilton, il existait une relation fiduciaire entre eux. Cependant, la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouvait le VAC du fait qu'il administrait le Hilton ainsi que le Marriott avait déjà été signalée à S.

The disclosure obligations with respect to VAC's fiduciary duty are different from the disclosure obligations under the *Real Estate Act*. As a fiduciary, VAC was obligated to disclose any material facts or information, such as if there was a substantial risk that VAC's fiduciary relationship with the Hilton Owners would be materially and adversely affected by VAC's own interests or by VAC's duties to another. VAC's statutory duty was simply to disclose to investors certain prescribed information, without making material false statements. It is also necessary to inquire whether circumstances changed during the course of the fiduciary relationship such as to require VAC to make additional disclosure and obtain renewed consent.

S did not adduce evidence to establish that the different financial arrangements constituted material facts or information beyond what had already been disclosed by VAC. S also failed to establish the materiality of the non-competition agreement implemented by VAC to prevent the Hilton and Marriott hotels from undercutting each other's room rates. The evidence before the trial court could not support a finding that VAC was liable for a breach of fiduciary duty either for failing to disclose the differences in financial arrangements or in implementing the non-competition policy.

Cases Cited

Discussed: *Kerr v. Danier Leather Inc.*, 2007 SCC 44, [2007] 3 S.C.R. 331; *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), rev'g 512 F.2d 324 (1975); *Queen v. Cognos Inc.*, [1993] 1 S.C.R. 87; **referred to:** *Sparling v. Royal Trustco Ltd.* (1984), 6 D.L.R. (4th) 682, aff'd [1986] 2 S.C.R. 537; *Harris v. Universal Explorations Ltd.* (1982), 17 B.L.R. 135; *Inmet Mining Corp. v. Homestake Canada Inc.*, 2003 BCCA 610, 189 B.C.A.C. 251; *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (1973); *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177; *Van de Perre v. Edwards*, 2001 SCC 60, [2001] 2 S.C.R. 1014; *Housen v. Nikolaisen*, 2002 SCC 33, [2002] 2 S.C.R. 235; *Hollis v. Dow Corning Corp.*, [1995] 4 S.C.R. 634; *St. Peter's Evangelical Lutheran Church v. Ottawa*, [1982] 2 S.C.R. 616; *R. v. Loxdale* (1758), 1 Burr. 445, 97 E.R. 394; *Nova, an Alberta Corp. v. Amoco Canada Petroleum Co.*, [1981] 2 S.C.R. 437; *Frame v. Smith*,

Les obligations de communication auxquelles le VAC était tenu en sa qualité de fiduciaire n'étaient pas les mêmes que celles qui lui incombaient aux termes de la *Real Estate Act*. Le VAC avait l'obligation fiduciaire de communiquer tout fait ou renseignement important comme, par exemple, l'existence d'un risque sérieux que ses propres intérêts ou ses devoirs envers un tiers nuisent de façon importante à sa relation fiduciaire avec les propriétaires du Hilton. L'obligation légale à laquelle le VAC était tenu consistait simplement à communiquer aux investisseurs certains renseignements bien précis tout en évitant de faire une déclaration erronée sur un point important. Il faut également se demander si, au cours de la relation fiduciaire, la situation a changé à un point tel que le VAC devait leur communiquer des renseignements supplémentaires et obtenir de nouveau leur consentement.

S n'a présenté aucune preuve établissant que les ententes financières, qui différaient les unes des autres, constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés par le VAC. S n'a produit aucune preuve démontrant l'importance de l'entente de non-concurrence mise en œuvre par le VAC afin d'empêcher que le Hilton et le Marriott se fassent concurrence en offrant des chambres à rabais. La preuve dont le tribunal de première instance a été saisi ne permettait pas de conclure à la responsabilité du VAC pour avoir manqué à son obligation fiduciaire, soit parce qu'il avait omis de communiquer les différences dans les ententes financières, soit en raison du fait qu'il avait mis en œuvre la politique de non-concurrence.

Jurisprudence

Arrêts analysés : *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2007 CSC 44, [2007] 3 R.C.S. 331; *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), inf. 512 F.2d 324 (1975); *Queen c. Cognos Inc.*, [1993] 1 R.C.S. 87; **arrêts mentionnés :** *Sparling c. Royal Trustco Ltd.* (1984), 6 D.L.R. (4th) 682, conf. par [1986] 2 R.C.S. 537; *Harris c. Universal Explorations Ltd.* (1982), 17 B.L.R. 135; *Inmet Mining Corp. c. Homestake Canada Inc.*, 2003 BCCA 610, 189 B.C.A.C. 251; *Gerstle c. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (1973); *Mills c. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970); *Basic Inc. c. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177; *Van de Perre c. Edwards*, 2001 CSC 60, [2001] 2 R.C.S. 1014; *Housen c. Nikolaisen*, 2002 CSC 33, [2002] 2 R.C.S. 235; *Hollis c. Dow Corning Corp.*, [1995] 4 R.C.S. 634; *Église luthérienne évangélique St. Peter c. Ottawa*, [1982] 2 R.C.S. 616; *R. c. Loxdale* (1758), 1 Burr. 445, 97 E.R. 394; *Nova, an Alberta Corp. c. Amoco Canada Petroleum Co.*, [1981] 2 R.C.S. 437; *Frame c. Smith*,

[1987] 2 S.C.R. 99; *Galambos v. Perez*, 2009 SCC 48, [2009] 3 S.C.R. 247; *McGuire v. Graham* (1908), 11 O.W.R. 999; *R. v. Neil*, 2002 SCC 70, [2002] 3 S.C.R. 631.

Statutes and Regulations Cited

Class Proceedings Act, R.S.B.C. 1996, c. 50, s. 37.
Real Estate Act, R.S.B.C. 1996, c. 397 [rep. 2004, c. 42, s. 146], ss. 66, 75.
Real Estate Development Marketing Act, S.B.C. 2004, c. 41, ss. 22(3), (5).
Securities Act, R.S.B.C. 1996, c. 418, ss. 45(2)(5), 74(2)(4), 131.

Authors Cited

British Columbia. Securities Commission. Notice and Interpretation Note No. 96/36. "Real Estate Securities", October 10, 1996 (online: www.bcsc.bc.ca/print.asp?id=3727).
 Canadian Securities Administrators. *National Policy 51-201 Disclosure Standards*, July 12, 2002.
 Ng, Michael. *Fiduciary Duties: Obligations of Loyalty and Faithfulness*. Aurora, Ont.: Canada Law Book, 2003 (loose-leaf updated May 2007).
 Reynolds, F. M. B. *Bowstead and Reynolds on Agency*, 17th ed. London: Sweet & Maxwell, 2001.
 United States. Securities and Exchange Commission. SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 — "Materiality", August 12, 1999 (online: www.sec.gov/interp/account/sab99.htm).
Waters' Law of Trusts in Canada, 3rd ed. by Donovan W. M. Waters, Mark R. Gillen and Lionel D. Smith. Toronto: Thomson Carswell, 2005.

APPEAL from a judgment of the British Columbia Court of Appeal (Ryan, Chiasson and D. Smith JJ.A.), 2009 BCCA 224, 57 B.L.R. (4th) 1, 93 B.C.L.R. (4th) 256, 271 B.C.A.C. 116, 458 W.A.C. 116, [2009] B.C.J. No. 1007 (QL), 2009 CarswellBC 1337, reversing a decision of Wedge J., 2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171, [2007] B.C.J. No. 1845 (QL), 2007 CarswellBC 1948, with supplementary reasons, 2008 BCSC 245 (CanLII). Appeal dismissed.

Stephen R. Schachter, Q.C., and *Geoffrey B. Gomery*, for the appellant.

Peter A. Gall, Q.C., *Donald R. Munroe, Q.C.*, *M. Ali Lakhani* and *Edward Iacobucci*, for the respondents.

[1987] 2 R.C.S. 99; *Galambos c. Perez*, 2009 CSC 48, [2009] 3 R.C.S. 247; *McGuire c. Graham* (1908), 11 O.W.R. 999; *R. c. Neil*, 2002 CSC 70, [2002] 3 R.C.S. 631.

Lois et règlements cités

Class Proceedings Act, R.S.B.C. 1996, ch. 50, art. 37.
Real Estate Act, R.S.B.C. 1996, ch. 397 [abr. 2004, ch. 42, art. 146], art. 66, 75.
Real Estate Development Marketing Act, S.B.C. 2004, ch. 41, art. 22(3), (5).
Securities Act, R.S.B.C. 1996, ch. 418, art. 45(2)(5), 74(2)(4), 131.

Doctrine citée

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Instruction générale 51-201 Lignes directrices en matière de communication de l'information*, 12 juillet 2002.
 Colombie-Britannique. Securities Commission. Notice and Interpretation Note No. 96/36. « Real Estate Securities », October 10, 1996 (online : www.bcsc.bc.ca/print.asp?id=3727).
 États-Unis. Securities and Exchange Commission. SEC Staff Accounting Bulletin : No. 99 — « Materiality », August 12, 1999 (online : www.sec.gov/interp/account/sab99.htm).
 Ng, Michael. *Fiduciary Duties : Obligations of Loyalty and Faithfulness*. Aurora, Ont. : Canada Law Book, 2003 (loose-leaf updated May 2007).
 Reynolds, F. M. B. *Bowstead and Reynolds on Agency*, 17th ed. London : Sweet & Maxwell, 2001.
Waters' Law of Trusts in Canada, 3rd ed. by Donovan W. M. Waters, Mark R. Gillen and Lionel D. Smith. Toronto : Thomson Carswell, 2005.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique (les juges Ryan, Chiasson et D. Smith), 2009 BCCA 224, 57 B.L.R. (4th) 1, 93 B.C.L.R. (4th) 256, 271 B.C.A.C. 116, 458 W.A.C. 116, [2009] B.C.J. No. 1007 (QL), 2009 CarswellBC 1337, qui a infirmé une décision de la juge Wedge, 2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171, [2007] B.C.J. No. 1845 (QL), 2007 CarswellBC 1948, avec motifs supplémentaires, 2008 BCSC 245 (CanLII). Pourvoi rejeté.

Stephen R. Schachter, c.r., et *Geoffrey B. Gomery*, pour l'appelante.

Peter A. Gall, c.r., *Donald R. Munroe, c.r.*, *M. Ali Lakhani* et *Edward Iacobucci*, pour les intimés.

The judgment of the Court was delivered by

Version française du jugement de la Cour rendu
par

ROTHSTEIN J. —

LE JUGE ROTHSTEIN —

TABLE OF CONTENTS

	Paragraph
I. <u>Introduction</u>	1
II. <u>Facts</u>	9
A. <i>The Hilton and Marriott Hotels</i>	9
B. <i>Procedural Background</i>	17
III. <u>Lower Court Decisions</u>	19
A. <i>British Columbia Supreme Court</i>	19
B. <i>British Columbia Court of Appeal</i>	23
IV. <u>Issues</u>	26
V. <u>Analysis</u>	27
A. <i>Misrepresentation Under the Real Estate Act</i>	27
(1) <u>VAC's Statutory Disclosure Obligations</u>	27
(2) <u>Liability Under the Real Estate Act</u>	37
(3) <u>Materiality</u>	40
(4) <u>The Test for Materiality</u>	44
(5) <u>Analysis of the Trial Judge's Materiality Assessment</u>	62
(a) <i>The Economic Environment</i>	74
(b) <i>Financial Benefits to Hilton Owners</i>	75
(c) <i>Disclosure of Common Ownership and/or Management and Risk Factors</i>	76

TABLE DES MATIÈRES

	Paragraphe
I. <u>Introduction</u>	1
II. <u>Faits</u>	9
A. <i>Hilton et Marriott</i>	9
B. <i>Contexte procédural</i>	17
III. <u>Décisions des instances inférieures</u>	19
A. <i>Cour suprême de la Colombie-Britannique</i>	19
B. <i>Cour d'appel de la Colombie-Britannique</i>	23
IV. <u>Questions en litige</u>	26
V. <u>Analyse</u>	27
A. <i>Déclarations inexactes au sens de la Loi</i> ...	27
(1) <u>Obligations en matière de communication</u>	27
(2) <u>Responsabilité légale</u>	37
(3) <u>Norme de l'importance</u>	40
(4) <u>Critère pour évaluer l'importance</u>	44
(5) <u>Analyse de l'évaluation de l'importance en première instance</u>	62
a) <i>Environnement économique</i>	74
b) <i>Avantages financiers profitant aux propriétaires du Hilton</i>	75
c) <i>Communication de renseignements : propriétaire unique et/ou administration commune et facteurs de risque</i>	76

(d) <i>VAC Had No Practical Means or Incentive to Favour the Marriott</i>	78	d) <i>Impossibilité de favoriser le Marriott et absence d'intérêt à le faire</i>	78
(e) <i>Evidence of Conduct of Fully Informed Investor</i>	81	e) <i>Preuve relative au comportement de l'investisseur pleinement informé</i>	81
(f) <i>Evidence of the Investor Committee Meetings</i>	82	f) <i>Preuve relative aux réunions du comité des investisseurs</i>	82
(6) <u>Sharbern's Burden of Proof</u>	86	(6) <u>Fardeau de preuve qui incombe à Sharbern</u>	86
(7) <u>Conclusions on Materiality</u>	91	(7) <u>Conclusions sur l'importance</u>	91
B. <i>The Statutory Defence</i>	92	B. <i>Moyen de défense prévu par la Loi</i>	92
(1) <u>The Legal Test</u>	92	(1) <u>Critère juridique</u>	92
(2) <u>Common Industry Practice Evidence</u>	97	(2) <u>Pratique au sein de l'industrie</u>	97
(3) <u>Evidence of Limited Practical Means and Incentives to Prefer</u>	102	(3) <u>Paucité des moyens pour favoriser le Marriott et faible intérêt à le faire</u>	102
(4) <u>No Evidence to Negate the Defence</u>	109	(4) <u>Absence de preuve écartant le moyen de défense</u>	109
C. <i>Deemed Reliance</i>	112	C. <i>Présomption légale</i>	112
D. <i>Common Law Negligent Misrepresentation</i>	120	D. <i>Déclaration inexacte faite par négligence en common law</i>	120
E. <i>Breach of Fiduciary Duty</i>	131	E. <i>Manquement à l'obligation fiduciaire</i>	131
(1) <u>Lower Court Treatment of the Fiduciary Duty Issues</u>	132	(1) <u>Analyse des obligations fiduciaires par les juridictions inférieures</u>	132
(2) <u>A Fiduciary Relationship Existed</u>	138	(2) <u>Existence d'une relation fiduciaire</u>	138
(3) <u>Distinguishing the Misrepresentation and Fiduciary Duty Claims</u>	144	(3) <u>Allégations de déclarations inexactes et d'existence d'une obligation fiduciaire : distinctions</u>	144
(4) <u>Disclosing the Compensation Differences</u>	147	(4) <u>Communication des différences de rémunération</u>	147
(5) <u>The Non-Competition Agreement</u>	161	(5) <u>Entente de non-concurrence</u>	161
VI. <u>Summary and Conclusions</u>	168	VI. <u>Résumé et conclusions</u>	168

I. Introduction

[1] When securities are offered to the general public, the rule of *caveat emptor* no longer applies. Securities legislation imposes on issuers a statutory duty of disclosure. That duty may vary in detail from one Act to another or from one jurisdiction to another. However, the common theme is that issuers must disclose to potential investors information affecting their investment decision. Even so, issuers are not subject to an indeterminate obligation, such that an unhappy investor may seize on any trivial or unimportant fact that was not disclosed to render an issuer liable for the investor's losses. Rather than issuers being required to provide unlimited disclosure, disclosure obligations have been enacted to provide a balance between too much and too little disclosure.

[2] The appeal arises from a class action lawsuit in which the appellant, Sharbern Holding Inc. ("Sharbern"), represents a class of investors who purchased strata lots in a Hilton hotel (the "Hilton Owners") from the respondent developer, Vancouver Airport Centre Ltd. ("VAC"). Sharbern claimed that VAC was liable for failing to disclose details about differences in the financial arrangements given to the Hilton Owners, and those given to purchasers of strata lots in the adjacent Marriott hotel (the "Marriott Owners") that VAC was developing on the same property. Sharbern alleged that the differences resulted in an undisclosed conflict of interest in that they created an incentive for VAC to favour the Marriott over the Hilton in its operation and management of the two hotels.

[3] Two main questions are raised on appeal. The first is whether VAC is liable for alleged misrepresentations contained in the offering memorandum and disclosure statement (the "Hilton Disclosure Statement") that VAC used to sell the Hilton strata lots. The second is whether VAC is liable for breach of fiduciary duty when it acted

I. Introduction

[1] La règle *caveat emptor* ne s'applique pas aux valeurs mobilières offertes au public. Les lois relatives aux valeurs mobilières imposent à l'émetteur une obligation de communication dont les modalités peuvent varier selon la loi ou le ressort en cause, mais elles ont toutes un point en commun : il incombe à l'émetteur de communiquer à l'éventuel investisseur tout renseignement susceptible d'influer sur sa décision. Cela dit, l'émetteur n'est pas pour autant assujéti à une obligation indéterminée le rendant responsable des pertes de l'investisseur mécontent qui invoquerait un fait dénué d'importance qui ne lui aurait pas été communiqué. Plutôt que d'être tenu à une obligation de communication illimitée, l'émetteur s'est vu imposer une obligation qui établit l'équilibre entre, d'une part, une communication surabondante et, d'autre part, une communication insuffisante de renseignements.

[2] Le présent pourvoi découle d'un recours collectif intenté par l'appelante, Sharbern Holding Inc. (« Sharbern »), pour le compte d'un groupe d'investisseurs (les « propriétaires du Hilton ») ayant acheté du promoteur intimé, Vancouver Airport Centre Ltd. (« VAC »), des unités dans un hôtel. Sharbern soutient que le VAC a engagé sa responsabilité en omettant de fournir aux propriétaires du Hilton les détails des différences entre les ententes financières qu'il avait conclues avec eux et celles qu'il avait offertes aux acquéreurs d'unités dans l'hôtel Marriott (les « propriétaires du Marriott »), établissement voisin situé sur le même terrain et dont le VAC était aussi le promoteur. Sharbern allègue que ces différences ont engendré un conflit d'intérêts, dont l'existence n'a pas été révélée, du fait qu'elles incitaient le VAC à favoriser le Marriott au détriment du Hilton, s'agissant de l'exploitation et de l'administration des deux hôtels.

[3] Le pourvoi soulève deux questions principales. D'abord, la responsabilité du VAC est-elle engagée au motif que la notice d'offre et le document d'information (le « document du Hilton ») utilisés par ce dernier pour vendre les unités du Hilton contenaient des déclarations inexactes? Ensuite, le VAC a-t-il manqué à son obligation fiduciaire en

as manager of the Hilton under an agreement (the “Hotel Asset Management Agreement”) entered into between VAC and the Hilton Owners, including Sharbern. In the reasons that follow, I conclude that Sharbern’s claims fail on both grounds, and I would dismiss the appeal.

[4] As to the first question, I am of the opinion that the trial judge erred in law in concluding that VAC is liable for misrepresentation, either under the statutory cause of action found in the *Real Estate Act*, R.S.B.C. 1996, c. 397, or under the common law of negligent misrepresentation.

[5] Under s. 75 of the *Real Estate Act*, VAC could only be liable if it is found to have made material false statements to Sharbern, and cannot rely on the defence contained in the section. I am of the respectful view that the trial judge erred in law with respect to the materiality of the alleged false statements. The legal errors were: treating the conflict of interest as inherently material; reversing the burden of proof of materiality from the plaintiff to the defendant; and failing to consider all of the evidence relevant to the determination of materiality. She further erred in not considering the statutory defence which would avail to the benefit of VAC.

[6] Although this Court has previously dealt with the issues of materiality and disclosure obligations in the context of securities law, this case represents the first time that the Court has considered the common law test for materiality. Even though the test is not new in Canadian law, this case represents an opportunity to clarify important aspects of the test.

[7] Under the common law of negligent misrepresentation, the trial judge erred by not considering whether VAC breached the standard of care. As there is no evidence capable of supporting a finding of breach of standard of care, her finding under the

administrant le Hilton aux termes d’une entente conclue avec les propriétaires du Hilton, dont Sharbern (l’« entente sur l’administration des biens du Hilton »)? Pour les motifs ci-après, je conclus que les deux moyens d’appel avancés par Sharbern ne sont pas fondés, et je suis donc d’avis de rejeter le pourvoi.

[4] Pour ce qui est de la première question, j’estime que la juge de première instance a commis une erreur de droit en concluant que la responsabilité du VAC était engagée selon la *Real Estate Act*, R.S.B.C. 1996, ch. 397 (la « Loi »), ou les règles de common law en matière de déclarations inexactes faites par négligence.

[5] Selon l’art. 75 de la Loi, la responsabilité du VAC n’est engagée que s’il est établi qu’il a fait à Sharbern une déclaration erronée sur un point important et que s’il ne peut invoquer le moyen de défense qui y est prévu. Avec égards, je suis d’avis que la juge de première instance a commis des erreurs de droit en ce qui concerne l’importance des déclarations erronées qu’aurait faites le VAC : elle a conclu à tort que tout conflit d’intérêts était en soi important, fait passer de la partie demanderesse à la défenderesse la charge d’établir l’importance des déclarations en cause, et omis de soupeser l’ensemble des éléments de la preuve se rapportant à cette question. En outre, elle a commis une erreur en omettant de tenir compte du moyen de défense légal qui s’offrait au VAC.

[6] Notre Cour a déjà traité de la question de l’importance ainsi que des obligations de communication en droit des valeurs mobilières, mais c’est la première fois qu’elle est appelée à examiner le critère de la common law en matière d’importance. Il ne s’agit pas d’un nouveau critère en droit canadien, mais le présent pourvoi nous fournit l’occasion d’en clarifier certains aspects importants.

[7] La juge de première instance a commis une erreur en appliquant les règles de common law en matière de déclarations inexactes faites par négligence, car elle ne s’est pas demandé si le VAC avait manqué à la norme de diligence. Faute de preuve

common law of negligent misrepresentation cannot stand.

[8] As to the second question, although VAC, as manager of the Hilton, had fiduciary obligations to Sharbern, Sharbern did not discharge its onus of proving a breach of fiduciary duty. A fiduciary is required to disclose material facts and information, and conflicts of interest. VAC's position of conflict in managing both the Hilton and the Marriott hotels had already been disclosed to Sharbern. The trial judge again failed to consider all the relevant evidence on the issue of materiality that was before her, and Sharbern did not adduce evidence to support a finding that the different financial arrangements constituted material facts or information beyond what had already been disclosed by VAC.

II. Facts

A. *The Hilton and Marriott Hotels*

[9] VAC is owned by Larco Investments Ltd. ("Larco Investments"), a company involved in real estate and hotel development. By the mid 1990s, there was an extraordinary boom in the Richmond hotel market. Larco Investments already owned the Best Western Richmond Inn in that market, and decided to develop and market two additional hotels on the same property. It incorporated VAC for that purpose. The Marriott hotel, a strata-titled hotel tower marketed through an offering memorandum and disclosure statement issued September 11, 1996, opened for business in June 1998. A second, identical strata-titled hotel tower was built and marketed through the Hilton Disclosure Statement issued February 3, 1998. It opened as a Hilton hotel in June 1999. The two hotels were essentially identical and were joined by a concourse of shops and other amenities.

permettant de conclure que le VAC a effectivement manqué à la norme de diligence, son application des règles de common law ne saurait être retenue.

[8] Pour ce qui est de la deuxième question, il est vrai qu'à titre d'administrateur du Hilton, le VAC avait une obligation fiduciaire envers Sharbern, mais celle-ci ne s'est pas acquittée de la charge qui lui incombait d'établir qu'il avait manqué à cette obligation. Le fiduciaire est tenu de communiquer tout fait ou renseignement et de signaler l'existence de tout conflit d'intérêts importants. La situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouvait le VAC du fait qu'il administrait le Hilton ainsi que le Marriott avait déjà été signalée à Sharbern. Or, la juge de première instance a encore là omis de soupeser l'ensemble de la preuve pertinente dont elle disposait relativement à l'importance, et Sharbern n'a présenté aucune preuve établissant que les ententes financières, qui différaient les unes des autres, constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés par le VAC.

II. Faits

A. *Hilton et Marriott*

[9] Le VAC appartient à la société Larco Investments Ltd. (« Larco Investments »), qui fait des affaires dans le secteur immobilier et s'intéresse au développement hôtelier. Vers le milieu des années 1990, le marché hôtelier de Richmond a connu un essor fulgurant. Larco Investments, qui possédait déjà le Best Western Richmond Inn dans ce marché, a décidé de développer et d'exploiter deux autres hôtels sur le même terrain, et c'est à cette fin qu'elle a constitué le VAC. L'hôtel Marriott, une copropriété hôtelière lancée sur le marché par le biais d'une notice d'offre et d'un document d'information publié le 11 septembre 1996, a ouvert ses portes en juin 1998. Une deuxième copropriété hôtelière, identique à la première, a été construite puis lancée sur le marché par le biais du document du Hilton, publié le 3 février 1998. Elle a ouvert ses portes sous la bannière Hilton en juin 1999. Il s'agissait de deux hôtels essentiellement identiques qui étaient reliés par un hall-promenade abritant des boutiques et offrant certains services.

[10] Purchasers of strata lots in each hotel entered into separate Hotel Asset Management Agreements with VAC, whereby VAC was given exclusive management of the hotel for 20 years, with an option to renew. In return, VAC contracted to, among other things, use commercially reasonable efforts to rent out the strata units, maximize each owner's proportionate share of monies available for distribution, and faithfully perform its duties and responsibilities and supervise and direct hotel operations.

[11] The two strata unit hotels were marketed and developed at different times, resulting in differences in the financial arrangements offered to the purchasers of each hotel. Since the popularity of marketing a strata unit hotel in an urban area solely for the income stream was unknown, VAC offered purchasers in the Marriott hotel a gross operating guarantee. For the first five years of the hotel's operation, VAC guaranteed a gross return of 12% of the purchase price of the owner's unit, so that each strata lot owner's annual proportionate share of funds available for distribution after projected operating expenses and other deductions was a projected net return of 8.29%.

[12] Under the Hotel Asset Management Agreement entered into between the Marriott Owners and VAC, VAC was entitled to a monthly management fee of 5% of the gross rental revenue, and an incentive management fee equal to 25% of the amount by which the owners' net annual return on investment exceeded 8%.

[13] VAC's evidence was that it intended to market the Hilton with a guaranteed rate of return, but was advised by Larco Investments' securities solicitor that changes to securities regulations precluded making reference to a guarantee in the Hilton Disclosure Statement. Instead, VAC marketed the Hilton on the basis of projections. In an

[10] Les acquéreurs d'unités dans l'un et l'autre hôtel ont conclu avec le VAC des ententes distinctes en vue de l'administration de chaque hôtel qui lui confiaient celle-ci en exclusivité pour une période de 20 ans; ces ententes étaient assorties d'une option de renouvellement. En contrepartie, le VAC s'engageait notamment à déployer des efforts raisonnables sur le plan commercial pour louer les unités, maximiser la part proportionnelle des fonds à remettre à chaque propriétaire, et fidèlement s'acquitter de ses obligations et contrôler et diriger les activités de l'hôtel.

[11] Les deux copropriétés hôtelières ont été lancées sur le marché et mises en valeur à des époques différentes, ce qui a été à l'origine des différences dans les ententes financières conclues avec les acheteurs d'unités de l'un et l'autre hôtel. Comme on ignorait à l'époque si une copropriété hôtelière en milieu urbain intéresserait d'éventuels acquéreurs du seul point de vue des rentrées de fonds, le VAC a offert aux acheteurs d'unités du Marriott une garantie au titre des revenus bruts d'exploitation. Ainsi, pour les cinq premières années d'exploitation de l'hôtel, le VAC garantissait pour chaque unité un rendement brut équivalent à 12 p. 100 de son prix d'achat, de sorte que la part proportionnelle des fonds à remettre annuellement à chaque propriétaire représentait un rendement net prévu de 8,29 p. 100, déduction faite des dépenses d'exploitation projetées et des autres frais.

[12] Selon l'entente conclue entre les propriétaires du Marriott et le VAC en vue de l'administration de cet hôtel, des frais d'administration mensuels équivalant à 5 p. 100 des revenus de location bruts ainsi qu'une prime de performance équivalant à 25 p. 100 du montant par lequel le rendement annuel net du capital investi des propriétaires dépassait 8 p. 100 étaient payés au VAC.

[13] Le VAC a témoigné qu'il avait d'abord eu l'intention de promettre un taux de rendement garanti aux investisseurs dans le Hilton, mais l'avocat de Larco Investments spécialiste des valeurs mobilières l'a informé que certaines modifications apportées à la réglementation en matière de valeurs mobilières l'empêchaient de faire mention d'une

effort to increase the projected return for potential investors of the Hilton strata units, VAC increased the revenue available to them by including food and beverage revenues (which were retained by VAC for the Marriott hotel), decreasing the management fee charged by VAC under the Hotel Asset Management Agreement to 3%, and removing the hotel lobby lease expense.

[14] The guaranteed gross return offered to Marriott Owners, and the 5% gross rental revenue and added incentive provided to VAC as its fee for managing the Marriott versus the 3% management fee provided to VAC for managing the Hilton (collectively the “Compensation Differences”), are the differences in the financial arrangements made with purchasers of the two hotels that are the essential focus of Sharbern’s claims on appeal.

[15] While the Hilton Disclosure Statement disclosed that VAC owned the Best Western Richmond Inn and that VAC was currently developing the adjacent Marriott hotel, it did not disclose the Compensation Differences as between the Hilton and Marriott Owners.

[16] The marketing of the Hilton strata units was not as successful as that of the Marriott, in which all of the units were sold within a few hours. At some point, VAC decided to retain the last 24 Hilton units rather than continue to incur significant marketing costs. Ultimately, neither hotel achieved their anticipated financial performances. By 2001, the Richmond hotel market was one of the weakest hotel markets in Canada. The hotel market was further weakened by the events of September 11, 2001. The Marriott did not achieve a 12% gross return on investment for any of the years covered by the 5-year guarantee. As a result, VAC sustained liability of over \$13 million under the guarantee, which

garantie dans le document du Hilton. Le VAC a donc décidé de mettre le Hilton sur le marché en se fondant plutôt sur des projections. Pour bonifier le rendement dont bénéficieraient les éventuels acquéreurs des unités du Hilton, le VAC a augmenté la part des revenus qu’ils recevraient en y ajoutant ceux provenant de la vente d’aliments et de boissons (que se réservait le VAC dans le cas du Marriott), en réduisant à 3 p. 100 les frais d’administration à lui payer aux termes de l’entente sur l’administration des biens du Hilton et en omettant du calcul les dépenses liées à la location du hall de réception de l’hôtel.

[14] Le rendement brut garanti offert aux propriétaires du Marriott, et les revenus de location bruts de 5 p. 100 ainsi que la prime de performance qui constituaient les honoraires du VAC pour l’administration de cet hôtel, par opposition aux frais d’administration de 3 p. 100 payés au VAC pour l’administration du Hilton (collectivement appelés les « différences de rémunération »), sont les éléments des ententes financières conclues avec les acquéreurs des unités de l’un et l’autre hôtel qui diffèrent et sont au cœur même de la thèse que Sharbern a fait valoir en appel.

[15] Le document du Hilton mentionnait certes que le VAC était propriétaire du Best Western Richmond Inn et promoteur de l’hôtel voisin, le Marriott, mais il ne faisait pas état des différences de rémunération.

[16] La mise sur le marché des unités du Hilton n’a pas connu le même succès que celle des unités du Marriott, qui se sont vendues en quelques heures seulement. À un certain moment, le VAC a même décidé de conserver les 24 dernières unités du Hilton plutôt que de continuer à engager d’importants frais de marketing. En bout de ligne, ni l’un ni l’autre hôtel n’a atteint le rendement prévu. En 2001, le marché hôtelier de Richmond était devenu l’un des plus faibles au Canada. Par surcroît, le marché hôtelier a été davantage affaibli par les événements du 11 septembre 2001. Le Marriott n’a jamais atteint un taux de rendement brut équivalant à 12 p. 100 du capital investi lors de l’une ou

was ultimately paid by Larco Investments. The Hilton Owners incurred losses instead of obtaining the projected 16.6% returns. The Hilton did not perform as well as the Marriott.

B. *Procedural Background*

[17] On June 16, 2003, Sharbern brought an action against VAC, HVS International — Canada (“HVS”) and Larco Hospitality Management Inc. (formerly known as HMS Hospitality Management Services Ltd. (“HMS”)). HVS was the company that prepared the financial projections for the Hilton hotel that were included in the Hilton Disclosure Statement. HMS was an affiliate of VAC that carried out the day-to-day management of the Hilton hotel, the Marriott hotel and the Best Western Richmond Inn.

[18] Sharbern obtained certification of the action as a class proceeding under the *Class Proceedings Act*, R.S.B.C. 1996, c. 50, on behalf of approximately 200 unit owners (*Sharbern Holding Inc. v. Vancouver Airport Centre Ltd.*, 2005 BCSC 232 (CanLII), aff’d 2006 BCCA 96, 223 B.C.A.C. 80). Twenty-four common issues on liability were certified. The trial judge summarized what she called the “central contentious” common liability issues (2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171, at para. 10 and Appendix A), which I paraphrase as:

1. Whether the financial projections made by HVS were negligent misrepresentations, and whether the investment returns projected by VAC in the Hilton Disclosure Statement constituted fraudulent or negligent misrepresentations.
2. Whether VAC’s representations about conflicts of interest and the nature of the financial

l’autre des cinq années visées par la garantie, ce qui, aux termes de celle-ci, imposait au VAC une dette de plus de 13 millions de dollars, que Larco Investments a finalement épongée. Loin de bénéficier du rendement prévu de 16,6 p. 100, les propriétaires du Hilton ont, quant à eux, plutôt subi des pertes, le Hilton n’atteignant pas un aussi bon rendement que le Marriott.

B. *Contexte procédural*

[17] Le 16 juin 2003, Sharbern a intenté une action contre le VAC, HVS International — Canada (« HVS ») et Larco Hospitality Management Inc. (anciennement appelée HMS Hospitality Management Services Ltd. (« HMS »)). HVS était la société qui avait fait les projections financières figurant dans le document du Hilton. HMS, quant à elle, était une société affiliée au VAC qui s’occupait de la gestion quotidienne du Hilton, du Marriott et du Best Western Richmond Inn.

[18] L’action de Sharbern a été autorisée, en application de la *Class Proceedings Act*, R.S.B.C. 1996, ch. 50, en tant que recours collectif intenté pour le compte d’environ 200 propriétaires d’unités (*Sharbern Holdings Inc. c. Vancouver Airport Centre Ltd.*, 2005 BCSC 232 (CanLII), conf. par 2006 BCCA 96, 223 B.C.A.C. 80). En tout, 24 questions communes en matière de responsabilité ont été certifiées. La juge de première instance a résumé celles de ces questions qui, selon elle, étaient [TRADUCTION] « au cœur du litige » (2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171, par. 10 et annexe A), et que je formulerais ainsi :

1. Les projections financières de HVS constituaient-elles des déclarations inexactes faites par négligence, et les prévisions du VAC quant au rendement du capital investi qui figuraient dans le document du Hilton constituaient-elles des déclarations inexactes frauduleuses ou faites par négligence?
2. Les déclarations du VAC sur la question des conflits d’intérêts et la nature des ententes

arrangements as between the Hilton and Marriott hotels were fraudulent or negligent.

3. Whether the members of the Hilton class could be deemed to have relied on any of the impugned representations pursuant to s. 75(2) of the *Real Estate Act* and the effect of the repeal of the *Real Estate Act*.
4. Whether VAC and HMS owed fiduciary and/or trust duties to the members of the Hilton class, and if so, whether they breached those duties.

III. Lower Court Decisions

- A. *British Columbia Supreme Court, 2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171*

[19] Madam Justice Wedge made a number of findings that are not at issue in this appeal. She determined that neither VAC nor HVS were liable for negligent misrepresentation concerning the financial projections. She observed that the allegation of fraud against VAC with respect to the projected investment returns had been withdrawn by Sharbern. She found that HMS did not owe fiduciary duties to Sharbern. In supplemental reasons, she also clarified that VAC was not liable for fraudulent misrepresentation with respect to its conflict of interest representations because Sharbern did not “prove that VAC did not have an honest belief in the representation and either intended to deceive investors or was reckless as to whether it did so” (2008 BCSC 245 (CanLII), at para. 12).

[20] With respect to her findings that are at issue in this appeal, Wedge J. concluded that the undisclosed Compensation Differences gave rise to at least a potential conflict of interest, particularly in view of the potential for common management of the two hotels. She then concluded that VAC negligently misrepresented both the absence of an actual

financières conclues à l’égard des hôtels Hilton et Marriott constituaient-elles des déclarations inexactes frauduleuses ou faites par négligence?

3. Les membres du groupe de propriétaires d’unités du Hilton sont-ils, en application du par. 75(2) de la Loi, réputés s’être fiés aux déclarations inexactes qui leur auraient été faites, et quel est l’effet de l’abrogation de cette loi?
4. Le VAC et HMS avaient-ils des obligations fiduciaires, des obligations fiduciaires, ou les deux, envers les membres du groupe de propriétaires d’unités du Hilton et, dans l’affirmative, ont-ils manqué à ces obligations?

III. Décisions des instances inférieures

- A. *Cour suprême de la Colombie-Britannique, 2007 BCSC 1262, 38 B.L.R. (4th) 171*

[19] La juge de première instance, madame la juge Wedge, a tiré un certain nombre de conclusions qui ne sont pas contestées dans le présent pourvoi. Elle a statué que ni la responsabilité du VAC ni celle de HVS n’étaient engagées pour déclarations inexactes faites par négligence au sujet des prévisions financières. Elle a aussi fait remarquer que Sharbern avait retiré son allégation que le VAC avait commis une fraude concernant les prévisions de rendement du capital investi. Elle a conclu que HMS n’avait pas d’obligation fiduciaire envers Sharbern. Enfin, elle a souligné, dans des motifs supplémentaires, que la responsabilité du VAC n’était pas engagée pour déclarations inexactes frauduleuses quant à l’existence d’un conflit d’intérêts, Sharbern n’ayant pas [TRADUCTION] « établi que le VAC ne croyait pas véritablement à l’exactitude de ses déclarations et qu’il avait eu l’intention de tromper les investisseurs ou s’était montré insouciant à cet égard » (2008 BCSC 245 (CanLII), par. 12).

[20] Voici les conclusions de la juge Wedge qui sont en cause dans le présent pourvoi. D’abord, elle a statué que l’omission du VAC de faire état des différences de rémunération était à tout le moins susceptible d’engendrer un conflit d’intérêts, notamment parce que les hôtels pouvaient faire l’objet d’une administration commune. Ensuite, elle a

or potential conflict of interest and the nature of the agreements between VAC and the Marriott Owners. She found both misrepresentations material. It is not entirely clear from Wedge J.'s reasons whether she found VAC liable under the common law or under the *Real Estate Act*, although I proceed on the basis that she found VAC liable under both.

[21] Wedge J. concluded that under the *Real Estate Act*, the investors were deemed to rely on material misrepresentations by VAC. She determined that such deemed reliance was not a rebuttable presumption, irrespective of the actual knowledge of the investors.

[22] She also found that in its capacity as manager, VAC was a fiduciary of the Hilton Owners, that a conflict existed with respect to VAC's interests as between the Hilton and the Marriott, and that VAC was liable for breach of fiduciary duty because it did not disclose that conflict. Finally, she found that VAC was also liable for breach of fiduciary duty as manager, because of a non-competition arrangement that it put in place between the Marriott and the Hilton, preventing each hotel from competing for certain customers with the other or with the Richmond Inn.

B. *British Columbia Court of Appeal, 2009 BCCA 224, 57 B.L.R. (4th) 1*

[23] VAC appealed and Sharbern cross-appealed aspects of the trial decision. The Court of Appeal allowed VAC's appeal, overturning Wedge J.'s findings with respect to misrepresentation, deemed reliance and breach of fiduciary duty. Sharbern's cross-appeal was dismissed.

[24] On the issue of misrepresentation, Chiasson J.A. found that the details of the financial

conclu que le VAC avait fait preuve de négligence en faisant des déclarations inexactes quant à l'absence de tout conflit d'intérêts — ou de toute possibilité d'un tel conflit — et au contenu des ententes conclues avec les propriétaires du Marriott. Selon elle, il s'agissait de déclarations inexactes sur des points importants. Dans ses motifs, la juge Wedge ne dit pas clairement si elle estime que la responsabilité du VAC est engagée selon les règles de la common law ou celles de la Loi, mais je tiens pour acquis qu'elle s'est fondée sur les unes et les autres.

[21] La juge Wedge a conclu que sous le régime de la Loi les investisseurs étaient réputés s'être fiés aux déclarations inexactes du VAC portant sur des points importants, ajoutant que, indépendamment de ce que ceux-ci savaient, cette présomption ne pouvait être réfutée.

[22] Elle a aussi conclu qu'à titre d'administrateur, le VAC avait une obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton, que ses intérêts relativement à l'un et l'autre hôtel étaient en conflit, et qu'il avait manqué à son obligation fiduciaire en omettant de signaler l'existence de ce conflit. Enfin, elle a conclu que le VAC avait également manqué à son obligation fiduciaire à titre d'administrateur en instaurant une pratique de non-concurrence entre le Marriott et le Hilton qui les empêchait de se disputer une certaine clientèle et de faire concurrence au Richmond Inn.

B. *Cour d'appel de la Colombie-Britannique, 2009 BCCA 224, 57 B.L.R. (4th) 1*

[23] Le VAC a interjeté appel de la décision de première instance et Sharbern a formé un appel incident à l'égard de certains aspects de celle-ci. La Cour d'appel de la Colombie-Britannique a donné raison au VAC, annulant les conclusions de la juge Wedge sur l'inexactitude de ses déclarations, la présomption que les investisseurs s'étaient fiés à des déclarations inexactes, et le fait qu'il aurait manqué à son obligation fiduciaire. L'appel incident de Sharbern a été rejeté.

[24] Sur la question des déclarations inexactes, le juge Chiasson a conclu que les modalités des

arrangements between the two hotels were not material. He observed that at trial “VAC relied on the extensive factual and expert evidence it adduced concerning actual and industry practice in the management of multiple hotels by a single entity” and that “[t]here was no evidence to the contrary and no evidence objectively to support the conclusion a reasonable investor would be concerned about the details of the financial arrangements” (para. 76). He found that

[h]aving made the disclosure [VAC] did, recognizing industry and actual practice and considering the subjective belie[f] of [VAC’s officers and employees], VAC did not misrepresent that it was unaware of any conflict that reasonably could affect materially the investment decisions of the Hilton Hotel investors. [para. 84]

He therefore ruled that the trial judge had erred in concluding VAC materially misrepresented its conflict of interest and its agreements with the Marriott Owners.

[25] As to breach of fiduciary duty, Chiasson J.A. determined that there was no breach by VAC. He observed that the answer to whether VAC was “obliged to tell the Hilton Hotel unit owners the details of its financial arrangements with the Marriott Hotel unit owners . . . depends on whether that information was material” (para. 98). He went on to conclude that “in the circumstances of this case, the information objectively was not material” (para. 99). In his view, “the consent given to VAC to act for competing hotels is an answer to any contention the implementation of the price competition policy was *per se* a breach of fiduciary duty” (para. 104). The issue was again reduced to the question of whether VAC was required to disclose the details of its financial arrangements with the Marriott. Chiasson J.A. concluded it was not.

ententes financières relatives à l’un et l’autre hôtel étaient sans importance. Il a souligné qu’au procès [TRADUCTION] « [l]e VAC a produit une preuve factuelle et une preuve d’expert abondantes sur la pratique au sein de l’industrie dans les cas où une seule entité administre plusieurs hôtels » et qu’« [a]ucune preuve contraire n’a été présentée et aucun élément de preuve objectif ne permettait de conclure que l’investisseur raisonnable se serait soucié des modalités des ententes financières » (par. 76). Il a en outre conclu que

[TRADUCTION] [c]ompte tenu des renseignements que [le VAC] avait communiqués, de la pratique au sein de l’industrie, et de la croyance subjective des [dirigeants et employés de ce dernier], la déclaration du VAC qu’il n’y avait pas, à sa connaissance, de situation de conflit d’intérêts dont on pourrait raisonnablement s’attendre qu’elle ait une incidence importante sur les décisions des éventuels investisseurs de l’hôtel Hilton ne pouvait être qualifiée d’inexacte. [par. 84]

Il a donc statué que la juge de première instance s’était trompée en concluant que le VAC avait fait des déclarations inexactes importantes sur son conflit d’intérêts et sur ses ententes avec les propriétaires du Marriott.

[25] Le juge Chiasson a par ailleurs conclu que le VAC n’avait pas manqué à son obligation fiduciaire. Il a fait remarquer que la question de savoir si le VAC était [TRADUCTION] « tenu de communiquer aux propriétaires d’unités du Hilton les modalités des ententes financières conclues avec ceux d’unités du Marriott [. . .] dépend de savoir si ces renseignements étaient importants ou non » (par. 98). Il a ensuite conclu que « dans les circonstances de l’espèce, les renseignements n’étaient pas objectivement importants » (par. 99). Selon lui, « le fait que les investisseurs aient consenti à ce que le VAC administre des hôtels se faisant concurrence suffit à répondre à tout argument voulant que l’application d’une politique de non-concurrence en matière de fixation des prix était en soi un manquement à l’obligation fiduciaire » (par. 104). Encore là, la question a été ramenée à savoir si le VAC était tenu de communiquer les modalités des ententes financières conclues avec le Marriott. Le juge Chiasson a conclu par la négative.

IV. Issues

[26] This appeal raises five issues, which I will address in turn:

1. Did the trial judge err in finding that VAC was liable under s. 75 of the *Real Estate Act* for material false statements?
2. Did the trial judge err in not considering the statutory defence available to a developer under s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act*, and whether VAC could avail itself of that defence?
3. Did the trial judge err in finding that the deemed reliance under s. 75(2)(a) of the *Real Estate Act* was non-rebuttable?
4. Did the trial judge err in finding that VAC was liable for negligent misrepresentation under the common law?
5. Did the trial judge err in finding VAC liable for breach of fiduciary duty?

V. AnalysisA. *Misrepresentation Under the Real Estate Act*(1) VAC's Statutory Disclosure Obligations

[27] I commence with a summary of the statutory disclosure requirements that were applicable in the context of this case.

[28] The Hilton hotel strata lots were a combination of an interest in real estate and an interest in a rental pool, governed by the *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, c. 418, and the *Real Estate Act*. Both statutes governed VAC's disclosure obligations. Pursuant to those obligations, VAC marketed

IV. Questions en litige

[26] Le pourvoi soulève cinq questions, que j'examinerai à tour de rôle :

1. La juge de première instance a-t-elle commis une erreur en concluant à la responsabilité du VAC en application de l'art. 75 de la Loi au motif qu'il avait fait des déclarations erronées sur des points importants?
2. A-t-elle commis une erreur en omettant de prendre en compte le moyen de défense dont dispose le promoteur aux termes du sous-al. 75(2)(b)(viii) de la Loi, et de se demander si le VAC pouvait s'en prévaloir?
3. A-t-elle commis une erreur en concluant que la présomption prévue à l'al. 75(2)(a) de la Loi selon laquelle les investisseurs sont réputés s'être fiés à ce qui leur a été présenté (la « présomption légale ») est irréfutable?
4. A-t-elle commis une erreur en concluant que le VAC était responsable en common law pour avoir fait par négligence des déclarations inexactes?
5. A-t-elle commis une erreur en concluant que le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire?

V. AnalyseA. *Déclarations inexactes au sens de la Loi*(1) Obligations en matière de communication

[27] Je résumerai d'abord les exigences de la Loi en matière de communication qui s'appliquaient en l'espèce.

[28] Les unités du Hilton constituaient à la fois un intérêt sur biens réels et un intérêt dans un pool locatif assujettis à la *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, ch. 418, et à la Loi, deux lois qui prévoyaient les obligations du VAC en matière de communication. Conformément à ces obligations, le VAC a fait la

the strata lots using a document that was a combination of both a *Securities Act* “offering memorandum” and a *Real Estate Act* “disclosure statement”.

[29] As to VAC’s disclosure obligations under the *Securities Act*, the strata lots were marketed on the basis of exemptions then found in ss. 45(2)(5) and 74(2)(4) of that Act. Section 45(2)(5) provided that VAC did not have to register with the British Columbia Securities Commission to trade in the strata lots. Section 74(2)(4) provided that VAC did not have to provide a *Securities Act* prospectus for the strata lots. Both exemptions applied to trades — such as those involving the strata lots — in which a person purchased the security as a principal and the security had an aggregate acquisition cost of not less than a prescribed amount, in this case \$97,000.

[30] The minimum acquisition cost and the requirement that the purchaser be acting as principal imply that these conditions serve as a proxy for a degree of sophistication on the part of the investor, justifying a more defined disclosure obligation than that found under the prospectus requirements. Because the strata lots fell under these *Securities Act* exemptions, VAC was only required to submit an offering memorandum (British Columbia Securities Commission, Notice and Interpretation Note No. 96/36, “Real Estate Securities” (online)). VAC’s disclosure obligations under an offering memorandum were limited to disclosing specific matters that were prescribed by the B.C. Securities Commission in a document referred to as Form 43B.

[31] As to VAC’s disclosure obligations under the *Real Estate Act*, s. 66(1) of that Act provided that the Superintendent of Real Estate could permit VAC to issue a disclosure statement as opposed to a prospectus. The Superintendent of Real Estate appears to have exercised that discretion in this case. VAC’s disclosure obligations in a disclosure statement were limited to specific matters that

promotion des unités par le biais d’un document qui était à la fois une [TRADUCTION] « notice d’offre » au sens de la *Securities Act* et un [TRADUCTION] « document d’information » au sens de la Loi.

[29] S’agissant des obligations de communication fixées par la *Securities Act*, les unités ont été mises sur le marché en conformité avec les dispenses prévues à ses al. 45(2)(5) et 74(2)(4). Or, suivant l’al. 45(2)(5), le VAC n’était pas tenu de s’inscrire auprès de la British Columbia Securities Commission (la « commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ») pour les vendre. Par ailleurs, suivant l’al. 74(2)(4), le VAC n’avait pas à fournir de prospectus. Les deux dispenses s’appliquaient à toute opération — notamment une opération de la nature de celles qui nous intéressent ici — par laquelle une personne faisait pour son propre compte l’acquisition d’un titre moyennant un coût d’acquisition global au moins égal à un certain montant prescrit, en l’occurrence 97 000 \$.

[30] Le coût d’acquisition minimal et l’obligation faite à l’acheteur d’agir pour son propre compte tiennent lieu des connaissances suffisantes qu’il est censé posséder pour justifier une obligation de communication mieux définie que celle qui s’applique à l’égard des prospectus. Les unités en cause étant visées par les dispenses prévues à cette loi, le VAC était seulement tenu de présenter une notice d’offre (voir l’avis et bulletin d’interprétation n° 96/36 de la commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, « Real Estate Securities » (en ligne)) dans laquelle il ne devait fournir que les renseignements visés par la formule 43B de ce même organisme.

[31] S’agissant des obligations de communication prévues par la Loi, le par. 66(1) de celle-ci prévoyait que le Superintendent of Real Estate (le « surintendant du courtage immobilier ») pouvait autoriser le VAC à soumettre un document d’information plutôt qu’un prospectus, et c’est ce qu’il semble avoir fait. Les obligations de communication que le VAC devait remplir dans son document se limitaient à

were prescribed by the Superintendent of Real Estate (pursuant to *Real Estate Act*, ss. 66(3)(a) and (c)).

[32] Rather than issuing a separate offering memorandum and a separate disclosure statement, the Superintendent of Real Estate and the Securities Commission appear to have allowed developers to issue one document that combined the two. The Hilton Disclosure Statement was such a document. In that document, as I have just explained, VAC was only required to disclose certain prescribed matters. Of those prescribed matters, the only two of relevance to this appeal are Items 9 and 13 of Form 43B.

[33] Item 9 of Form 43B required VAC to include a statement drawing attention to the speculative nature and inherent risks of a real estate investment and to disclose specific factors that “make the offering a risk or speculation”:

ITEM 9 Risk Factors

(1) State:

A real estate investment is, by its nature, speculative. If a purchaser is purchasing the real estate as an investment, the purchaser should be aware that this investment has not only the usual risks when purchasing real estate, but also those risks that are inherent to the nature of real estate securities.

(2) Disclose the risk factors that make the offering a risk or speculation.

Instructions: Risk factors may include but are not limited to such matters as risks associated with real estate investments generally, reliance on the developer/managers efforts, ability and experience, inexperience of management, lack of financial expertise, reliance on the financial strength of the person offering the guarantee or financial commitment, cash flow and liquidity risks, financing risk, potential liability to make additional contributions beyond initial investments, restricted rights of a holder in the management and control of the strata corporation or business, inability to change the manager, restrictions on resale of the real estate

celles que le surintendant du courtage immobilier avait fixées (en vertu des al. 66(3)a) et c) de la Loi).

[32] Il semble que le surintendant du courtage immobilier et la commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique aient permis aux promoteurs de réunir en un seul document la notice d’offre et le document d’information, plutôt que de soumettre ceux-ci séparément. Le document du Hilton constituait un tel document, et, comme je viens de l’expliquer, le VAC n’était tenu d’y communiquer que certains renseignements bien précis. De ces renseignements, seuls ceux visés par les éléments 9 et 13 de la formule 43B sont pertinents en l’espèce.

[33] L’élément 9 de la formule 43B exigeait que le document contienne une déclaration soulignant le caractère spéculatif d’un placement immobilier et les risques inhérents à un tel placement, et qu’il fasse état des facteurs particuliers qui [TRADUCTION] « rend[aient] le placement [en question] risqué ou spéculatif » :

[TRADUCTION]

ÉLÉMENT 9 Facteurs de risque

(1) Déclarer ce qui suit :

L’investissement immobilier est, de par sa nature, spéculatif. Si l’acheteur acquiert l’immeuble à titre d’investissement, il doit être conscient que cet investissement, en plus des risques habituels liés à l’achat d’un immeuble, comporte des risques inhérents à la nature des titres de placement immobilier.

(2) Mentionner les facteurs de risque qui rendent le placement risqué ou spéculatif.

Mise en garde : Les facteurs de risque peuvent comprendre, sans toutefois s’y limiter, des éléments comme les risques généralement liés aux investissements immobiliers, le fait que l’on dépend des efforts, de la capacité et de l’expérience du promoteur ou de l’administrateur, l’inexpérience de l’administrateur, l’absence de compétence dans le domaine financier, le fait que l’on dépend de la santé financière de la personne qui offre la garantie ou l’engagement financier, les risques liés aux flux de trésorerie et aux liquidités, ceux liés au financement, la possibilité de devoir verser des contributions en sus de l’investissement initial, les droits

securities, developer/manager conflicts of interests, and where the offering provides holders with a means to participate financially in a business such as a hotel, motel, resort or apartment hotel or other commercial enterprise, the general risks of the business, absence of an operating history of the business, and competition.

(3) If the real estate securities include a rental pool, state:

The success or failure of the rental pool will depend in part on the abilities of the manager of the rental pool.

(4) If the owner will be responsible for paying a portion of the costs of the operation of the rental pool, state:

If the revenue generated from the rental pool is less than the costs of operating the rental pool, then the purchaser must make additional contributions over and above the purchasers initial investment and financing costs.

(5) If the real estate securities include a guarantee or other financial commitment, state:

The ability of [the person providing the guarantee] to perform under the [guarantee or other financial commitment] will depend on the financial strength of [the person]. See [the persons] financial statements on page [*]. There is no assurance that [the person] will have the financial ability to be able to satisfy its obligations under the [guarantee or other financial commitment] and therefore you may not receive any return from your investment. [Text in brackets in original.]

[34] Item 13 of Form 43B required VAC to include a statement describing conflicts of interest and provided:

ITEM 13 Conflicts of Interest

Describe any existing or potential conflicts of interest among the developer, manager, promoter . . . in connection with the real estate securities which could reasonably be expected to affect the purchaser's investment decision.

limités d'un détenteur de parts quant à l'administration et au contrôle de la société ou de l'entreprise de condominium, l'incapacité de changer d'administrateur, les limites imposées en matière de revente des titres de placement immobilier, les conflits d'intérêts touchant le promoteur ou l'administrateur, et, si le placement prévoit que les détenteurs de parts peuvent participer financièrement à l'entreprise — hôtel, motel, centre de villégiature, hôtel de résidence ou autre entreprise commerciale —, les risques généralement liés à l'entreprise, l'absence d'antécédents d'exploitation de celle-ci et la concurrence.

(3) Si les titres de placement immobilier visent un pool locatif, déclarer ce qui suit :

Le succès ou l'échec du pool locatif dépendra en partie de la compétence de son administrateur.

(4) Si le propriétaire doit acquitter une partie des coûts d'exploitation du pool locatif, déclarer ce qui suit :

Si le revenu généré par le pool locatif est inférieur aux coûts de son exploitation, l'acheteur doit verser des contributions en sus de son investissement initial et des coûts de financement.

(5) Si les titres de placement immobilier comprennent une garantie ou un autre engagement financier, déclarer ce qui suit :

La capacité de [la personne qui fournit la garantie] d'exécuter [la garantie ou l'autre engagement financier] dépendra de la santé financière de [la personne]. Voir les états financiers [de la personne] à la page [*]. Rien ne garantit que [la personne] aura la capacité financière de s'acquitter de ses obligations prévues par [la garantie ou l'autre engagement financier] et, par conséquent, il se peut que votre investissement ne vous rapporte rien du tout. [Texte entre crochets dans l'original.]

[34] L'élément 13 de la formule 43B exigeait que le document présenté par le VAC contienne une déclaration en matière de conflit d'intérêts :

ÉLÉMENT 13 Conflits d'intérêts

Décrire tout conflit d'intérêts — actuel ou susceptible de survenir — qui touche le promoteur ou l'administrateur [. . .] relativement aux titres de placement immobilier, et dont on pourrait raisonnablement s'attendre qu'il ait une incidence sur la décision de l'éventuel acheteur d'investir ou non des capitaux.

[35] Article 4.9(i) of the Hilton Disclosure Statement is related to the Item 9 obligation to disclose risk factors:

4.9 Risk Factors

- (i) **Liabilities and Obligations of the Developer.** The Developer is currently developing the Vancouver Airport Marriott, a 237 room full service hotel, on the Parent Property. The Vancouver Airport Marriott is scheduled for completion in or about June of 1998. In this regard, the Developer has entered into purchase agreements, ancillary documents similar in form and substance to the Agreements, and certain additional agreements with purchasers of strata lots comprising the Vancouver Airport Marriott, all of which give rise to certain liabilities and obligations of the Developer which could impact upon its ability to perform its obligations under the Agreements.

(A.R., vol. II, at p. 164)

Article 4.1 of the Hilton Disclosure Statement provided that “Agreements” meant “the Bylaws, the Hotel Asset Management Agreement, the Hotel Use Covenant, the Joinder in Covenant Agreement and the Purchase Agreement”.

[36] Article 4.11 is related to the Item 13 obligation to disclose conflicts of interest:

4.11 Conflicts of Interest

The Developer is not aware of any existing or potential conflicts of interest . . . that could reasonably be expected to materially affect the purchaser’s investment decision. . . .

(2) Liability Under the Real Estate Act

[37] Sharbern claims that VAC is liable for misrepresentations contained in arts. 4.9(i) and 4.11 of the Hilton Disclosure Statement in that they

[35] Le paragraphe 4.9i) du document du Hilton se rapportait à l’obligation, prévue à l’élément 9 de la formule 43B, d’exposer les facteurs de risque :

[TRADUCTION]

4.9 Facteurs de risque

- i) **Responsabilités et obligations du promoteur.** Le promoteur travaille présentement à la construction, sur le bien-fonds principal, du Marriott de l’aéroport de Vancouver, hôtel de 237 chambres qui offrira tous les services. La construction devrait se terminer vers juin 1998. À cet égard, le promoteur a conclu des conventions d’achat — documents accessoires similaires aux ententes sur la forme et sur le fond —, ainsi que certaines autres conventions, avec les acheteurs des unités que comprend cette copropriété hôtelière. L’ensemble de ces conventions imposent au promoteur des responsabilités et des obligations susceptibles d’avoir une incidence sur sa capacité d’exécuter les obligations prévues dans les ententes.

(d.a., vol. II, p. 164)

L’article 4.1 du document du Hilton prévoyait que le mot « ententes » désignait [TRADUCTION] « les règlements, l’entente sur l’administration des biens du Hilton, le covenant relatif l’utilisation de l’hôtel, l’entente relative au covenant conjoint et la convention d’achat ».

[36] L’article 4.11, quant à lui, se rapportait à l’obligation de signaler l’existence de tout conflit d’intérêts qu’imposait l’élément 13 de la formule 43B :

[TRADUCTION]

4.11 Conflits d’intérêts

Le promoteur déclare qu’à sa connaissance il n’existe actuellement aucun conflit d’intérêts — ni aucune possibilité d’un tel conflit — [. . .] dont on pourrait raisonnablement s’attendre qu’il ait une incidence importante sur la décision de l’éventuel acheteur d’investir ou non des capitaux. . . .

(2) Responsabilité légale

[37] Sharbern prétend que la responsabilité du VAC est engagée au motif qu’il aurait fait des déclarations inexactes au par. 4.9i) et à l’art. 4.11 du

resulted in the “non-disclosure of a material conflict of interest” (A.F., at para. 1). There are two potential causes of action here: one under s. 75 of the *Real Estate Act*, and the other at common law under the tort of negligent misrepresentation. I will first deal with the cause of action under the *Real Estate Act*.

[38] Section 75 of the *Real Estate Act* provides the statutory mechanism pursuant to which an investor can hold a developer liable with respect to the representations found in a disclosure statement. Under the *Real Estate Act*, if a “material false statement” is contained in a disclosure statement, the developer will be liable to investors for any resulting loss they may have sustained, and investors are deemed to have relied upon the representations made in the disclosure statement. However, s. 75 also contains a defence which provides that if the developer had reasonable grounds to believe and did believe that the material false statement was true, it would not be liable. (Although s. 75 uses the term “prospectus”, a disclosure statement is deemed under s. 66(2) of the *Real Estate Act* to be a prospectus for the purposes of the section.) The relevant parts of s. 75 of the *Real Estate Act* provide:

- 75** (1) In this section, “**prospectus**” includes every statement and report and summary of report required to be filed with the prospectus under this Part.
- (2) If a prospectus has been accepted for filing by the superintendent under this Part,
- (a) every purchaser of any part of the subdivided land, shared interests in land or time share interests to which the prospectus relates is deemed to have relied on the representations made in the prospectus whether the purchaser has received the prospectus or not, and
- (b) if any material false statement is contained in the prospectus,
- (i) every person who is a director of the developer at the time of the issue of the prospectus,

document du Hilton ayant mené à [TRADUCTION] « l’omission de faire état d’un conflit d’intérêts important » (m.a., par. 1). Il y a deux causes d’action possibles en l’espèce : l’une repose sur l’art. 75 de la Loi, l’autre, sur le délit de common law de déclaration inexacte faite par négligence. Je traiterai d’abord de la cause d’action fondée sur la Loi.

[38] L’article 75 de la Loi prévoit le mécanisme qui permet à l’investisseur de tenir le promoteur responsable des déclarations figurant dans le document d’information. Ainsi, si le document contient une [TRADUCTION] « déclaration erronée sur un point important » à l’origine d’une perte subie par l’investisseur, le promoteur sera tenu de compenser cette perte, l’investisseur étant réputé s’être fié aux déclarations contenues dans le document. En revanche, cet article fournit un moyen de défense au promoteur, qui ne sera pas tenu de compenser la perte s’il établit qu’il avait des motifs raisonnables de croire — et qu’il croyait effectivement — que la déclaration en cause était véridique. (Bien que l’art. 75 fasse mention du terme « prospectus », le document d’information est réputé être un prospectus pour les fins de la disposition, selon le par. 66(2) de cette loi.) Les passages pertinents de l’art. 75 de la Loi sont reproduits ci-dessous :

[TRADUCTION]

- 75** (1) Au présent article, le terme « **prospectus** » vise l’ensemble des déclarations, rapports et rapports sommaires qui doivent l’accompagner aux termes de la présente partie.
- (2) Si le prospectus est accepté par le surintendant en vue de son dépôt conformément à la présente partie,
- a) l’acquéreur d’une partie du terrain loti, des intérêts fonciers en commun ou du temps partagé visés par le prospectus est réputé s’être fié aux déclarations qui y sont faites, qu’il ait reçu le prospectus ou non, et
- b) si le prospectus contient une déclaration erronée sur un point important,
- (i) tout directeur du promoteur au moment de la publication du prospectus,

- (ii) every person who, having authorized the naming, is named in the prospectus as a director of the developer,
- (iii) every person who is a developer, and
- (iv) every person who has authorized the issue of the prospectus

is liable to compensate all persons who have purchased the subdivided land, shared interests in land or time share interests for any loss or damage those persons may have sustained, unless it is proved

. . .

- (viii) that, with respect to every untrue statement not purporting to be made on the authority of an expert, or of a public official document or statement, the person had reasonable grounds to believe and did, up to the time of the sale of the subdivided land, shared interests in land or time share interests believe that the statement was true . . .

[39] Under s. 75(2)(b) of the *Real Estate Act*, Sharbern has the onus to demonstrate that either or both of arts. 4.9(i) and 4.11 contained a “material false statement”. As the plaintiff, Sharbern bears this onus under the principle that the party who alleges a fact has the burden of proving it. Nothing in the language of s. 75 suggests that a plaintiff advancing a statutory cause of action under the *Real Estate Act* does not bear this onus. In order for art. 4.9(i) to contain a material false statement, the representation that VAC made indicating that it had entered into agreements with the Marriott that were “similar in form and substance” to those governing the Hilton must be shown to be a material false statement. For art. 4.11 to contain a material false statement, VAC’s representation that it was “not aware of any existing or potential conflicts of interest . . . that could reasonably be expected to materially affect the purchaser’s investment decision” must be found to be a material false statement. If Sharbern satisfies that onus,

- (ii) toute personne qui, après avoir autorisé la désignation, est désignée dans le prospectus comme directrice du promoteur,
- (iii) tout promoteur, et
- (iv) toute personne qui a autorisé la publication du prospectus

est tenu d’indemniser l’acquéreur de la partie du terrain loti, des intérêts fonciers en commun ou du temps partagé de toute perte ou dommage qu’il a subi, sauf s’il est établi

. . .

- (viii) pour chaque déclaration fausse qui n’est pas présentée comme étant fondée sur l’avis d’un expert ou tirée d’une déclaration ou d’un document public officiel, que la personne avait des motifs raisonnables de croire — et qu’elle croyait effectivement — jusqu’au moment de la vente du terrain loti, des intérêts fonciers en commun ou du temps partagé, que la déclaration était véridique . . .

[39] Selon l’al. 75(2)(b) de la Loi, il incombe à Sharbern, en sa qualité de partie demanderesse, d’établir que le par. 4.9i), l’art. 4.11, ou les deux, contiennent une [TRADUCTION] « déclaration erronée sur un point important », vu le principe selon lequel il revient à la partie qui allègue un fait d’en faire la preuve. Rien dans le libellé de l’art. 75 ne donne à penser que le demandeur qui fait valoir une cause d’action en application de la Loi est libéré de ce fardeau. Or, pour établir que le par. 4.9i) contient une telle déclaration, Sharbern doit démontrer que la déclaration du VAC qu’il a conclu avec le Marriott des conventions [TRADUCTION] « similaires [. . .] sur la forme et sur le fond » à celles intervenues à l’égard du Hilton est de cette nature. Par ailleurs, pour établir que l’art. 4.11 contient lui aussi une telle déclaration, Sharbern doit démontrer que la déclaration du VAC qu’à sa connaissance il n’existait [TRADUCTION] « aucun conflit d’intérêts — ni aucune possibilité d’un tel conflit — [. . .] dont on pourrait raisonnablement

VAC must then demonstrate that it had reasonable grounds to believe and did believe that the material false statements were true, in order to rely on the defence.

(3) Materiality

[40] In *Kerr v. Danier Leather Inc.*, 2007 SCC 44, [2007] 3 S.C.R. 331, Binnie J. wrote that “disclosure lies at the heart of an effective securities regime” and that the extent of disclosure is a matter of legislative policy that involves “[b]alancing the needs of the investor community against the burden imposed on issuers” (para. 5). The materiality standard for disclosure “supplants the ‘buyer beware’ mind set of the common law with compelled disclosure of relevant information” while “recogniz[ing] the burden” that is placed on issuers to provide such disclosure (para. 32).

[41] A materiality standard is a legislated and regulatory balancing between too much and too little disclosure. As the Supreme Court of the United States cautioned in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), at pp. 448-49:

... if the standard of materiality is unnecessarily low, not only may the corporation and its management be subjected to liability for insignificant omissions or misstatements, but also management’s fear of exposing itself to substantial liability may cause it simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information — a result that is hardly conducive to informed decisionmaking.

[42] Sharbern argues that in a prospectus context under the *Real Estate Act*, “asymmetries in knowledge and vulnerability” exist which would suggest that the materiality standard of disclosure should be high (A.F., at para. 32). I infer that it is Sharbern’s position that when balancing the requirement to disclose in a prospectus context, the

s’attendre qu’il ait une incidence importante sur la décision de l’éventuel acheteur d’investir ou non des capitaux » était de cette nature. Si Sharbern parvient à s’acquitter de ce fardeau, le VAC pourra se défendre en établissant qu’il avait des motifs raisonnables de croire — et qu’il croyait effectivement — que ses déclarations étaient exactes.

(3) Norme de l’importance

[40] Dans *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2007 CSC 44, [2007] 3 R.C.S. 331, le juge Binnie a indiqué que la « divulgation [est] la clé d’un régime efficace de réglementation des valeurs mobilières » et que son étendue est une question de politique législative nécessitant que soit « [mis] en équilibre les besoins du milieu des investisseurs et le fardeau incombant aux émetteurs » (par. 5). La norme de l’importance en matière de communication « supprime la mentalité existant en common law selon laquelle “l’acheteur doit prendre garde”, en prescrivant la divulgation des renseignements pertinents », et ce, tout en « reconna[issant] le fardeau » imposé aux émetteurs en cette matière (par. 32).

[41] La norme de l’importance est le fruit d’un équilibre législatif et réglementaire entre, d’une part, une communication surabondante et, d’autre part, une communication insuffisante de renseignements. Comme l’a souligné la Cour suprême des États-Unis dans *TSC Industries, Inc. c. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p. 448-449 :

[TRADUCTION] ... si la norme de l’importance était trop peu exigeante, non seulement la société et ses dirigeants pourraient-ils être tenus responsables d’omissions ou de déclarations erronées négligeables, mais leur crainte de se voir imposer d’importantes obligations pourrait également les amener à carrément inonder les actionnaires de renseignements futiles, ce qui ne les aiderait en rien à prendre des décisions éclairées.

[42] Sharbern soutient que, s’agissant d’un prospectus assujéti à la Loi, un certain [TRADUCTION] « déséquilibre sur les plans des connaissances et de la vulnérabilité » donne à penser que la norme de l’importance en matière de communication doit être élevée (m.a., par. 32). J’en déduis que Sharbern considère qu’il faut, en se livrant à l’exercice de

emphasis should be on more disclosure. Although Sharbern does not suggest that VAC, in its capacity as developer, was acting as a fiduciary, Sharbern does say that VAC's disclosure obligations should be the same as that of a fiduciary.

[43] Potential investors are indeed vulnerable to the superior knowledge of an issuer as to what need and need not be disclosed. That is the reason for legislated disclosure obligations in a securities context. However, the jurisprudence has recognized that it is not in the interests of investors to be buried "in an avalanche of trivial information" that will impair decision making (*TSC Industries*, at p. 448). As I will explain, the materiality standard calls for the disclosure of information that a reasonable investor would consider important in making an investment decision.

(4) The Test for Materiality

[44] The *Real Estate Act* does not define what is meant by the term "material" when it is used in the context of the "material false statement" required for liability under s. 75. The parties submit that in interpreting materiality under s. 75, the Court should adopt the approach set out by the Supreme Court of the United States in *TSC Industries*. In that case, the materiality of an omitted fact in a proxy solicitation context was determined based on whether there was a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of a reasonable investor.

[45] The materiality test was described by the U.S. Supreme Court in *TSC Industries*:

... An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. This standard

pondération qu'impose l'obligation de communication dans le contexte d'un prospectus, pencher du côté d'une communication accrue. Sharbern ne prétend pas que le VAC agissait à titre de fiducial en sa qualité de promoteur, mais elle soutient néanmoins que ses obligations en matière de communication devraient être les mêmes que celles d'un fiducial.

[43] De fait, les éventuels investisseurs sont vulnérables face à la connaissance supérieure des émetteurs de valeurs de ce qu'il convient de communiquer ou non. Voilà pourquoi la loi impose des obligations de communication dans le domaine des valeurs mobilières. Toutefois, la jurisprudence a reconnu qu'il n'était pas dans l'intérêt des investisseurs d'être inondés [TRADUCTION] « de renseignements futiles » nuisant à la prise de décision (*TSC Industries*, p. 448). Comme je l'expliquerai, la norme de l'importance commande la communication des renseignements que l'investisseur raisonnable jugerait importants dans sa prise de décision.

(4) Critère pour évaluer l'importance

[44] Le régime de responsabilité prévu à l'art. 75 de la Loi ne précise pas ce que signifie « important » dans le mot « déclaration erronée sur un point important ». Or, les parties ont invité la Cour à adopter l'approche retenue par la Cour suprême des États-Unis dans *TSC Industries* pour interpréter la notion d'importance dans le contexte de cet article. Appelée à déterminer l'importance d'un fait ayant été omis lors d'une sollicitation de procurations, la Cour suprême des États-Unis s'est demandé dans cet arrêt s'il existait une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait tenu compte de ce fait dans le cadre de son analyse s'il lui avait été communiqué.

[45] Voici comment la Cour suprême des États-Unis définit le critère de l'importance dans *TSC Industries* :

[TRADUCTION] ... Un fait omis est important s'il existe une probabilité marquée que l'actionnaire raisonnable l'estimerait important au moment de décider

is fully consistent with *Mills*' general description of materiality as a requirement that "the defect have a significant *propensity* to affect the voting process." It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available. [Emphasis in original; p. 449.]

The U.S. Supreme Court characterized materiality "as a mixed question of law and fact, involving as it does the application of a legal standard to a particular set of facts" (p. 450).

[46] The *TSC Industries* test is not a new concept in Canadian securities law. The test has been adopted by a number of Canadian appellate courts: see *Sparling v. Royal Trustco Ltd.* (1984), 6 D.L.R. (4th) 682 (Ont. C.A.), *aff'd* [1986] 2 S.C.R. 537; *Harris v. Universal Explorations Ltd.* (1982), 17 B.L.R. 135 (Alta. C.A.); and *Inmet Mining Corp. v. Homestake Canada Inc.*, 2003 BCCA 610, 189 B.C.A.C. 251.

[47] A disclosure statement under the *Real Estate Act* is analogous to the proxy solicitation in *TSC Industries*. The analogy exists because the two documents share similar characteristics. That is, both are (i) prepared unilaterally by management or a developer, (ii) prepared pursuant to statutory and/or regulatory obligations, (iii) used to provide information to investors (current or potential) to allow them to make informed choices, and (iv) used by investors in making decisions (either deciding how to vote or whether to invest). Both are used by investors to make informed investment decisions based on information provided to them by a party that unilaterally controls what specific information to disclose, pursuant to statutory

de son vote. Ce critère est entièrement compatible avec la description générale de la notion d'importance dans *Mills*, soit une exigence requérant que « la lacune *tend* fortement à influencer sur le résultat du vote. » Il n'est pas nécessaire d'établir l'existence d'une probabilité marquée que la communication du fait omis aurait incité l'investisseur raisonnable à voter autrement. Le critère suppose plutôt l'existence d'une probabilité marquée que, dans les circonstances en cause, l'investisseur raisonnable aurait tenu compte de ce fait dans le cadre de son analyse s'il lui avait été communiqué. En d'autres termes, il doit exister une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait jugé que le fait en question aurait modifié de façon significative l'« ensemble » des renseignements mis à sa disposition s'il lui avait été communiqué. [En italique dans l'original; p. 449.]

La Cour suprême des États-Unis a qualifié l'importance de [TRADUCTION] « question mixte de droit et de fait qui comporte l'application d'une norme juridique à une catégorie de faits précise » (p. 450).

[46] Le critère établi dans *TSC Industries* n'est pas un concept nouveau en droit canadien des valeurs mobilières. Il a été adopté par un certain nombre de tribunaux d'appel canadiens dans des affaires telles *Sparling c. Royal Trustco Ltd.* (1984), 6 D.L.R. (4th) 682 (C.A. Ont.), *conf. par* [1986] 2 R.C.S. 537, *Harris c. Universal Explorations Ltd.* (1982), 17 B.L.R. 135 (C.A. Alb.), et *Inmet Mining Corp. c. Homestake Canada Inc.*, 2003 BCCA 610, 189 B.C.A.C. 251.

[47] Or, le document d'information établi sous le régime de la Loi s'apparente à la sollicitation de procurations dont il est question dans *TSC Industries*. L'analogie est permise car les deux documents présentent des caractéristiques similaires. En effet, l'un et l'autre (i) sont préparés unilatéralement par les dirigeants d'une société ou un promoteur, (ii) visent à répondre à des exigences légales ou réglementaires, (iii) servent à fournir des renseignements aux investisseurs (actuels ou éventuels) afin de leur permettre de faire des choix éclairés, et (iv) servent de fondement aux décisions des investisseurs (que ce soit en matière de vote ou d'investissement). Dans un cas comme dans l'autre, les investisseurs s'en servent pour faire des choix

obligations. Therefore, it is appropriate to consider the *TSC Industries* test to determine the materiality of the representations under the *Real Estate Act*.

[48] The U.S. Supreme Court indicated that it was “universally agreed” that the question of materiality is objective (*TSC Industries*, at p. 445). Materiality is based on an examination of how the information would have been viewed by a “reasonable investor”. The U.S. Supreme Court concluded that the objective standard formulated in *TSC Industries* “best comports with the policies” (p. 449) of the proxy disclosure rules — the purposes of which were “not merely to ensure by judicial means that the transaction, when judged by its real terms, is fair and otherwise adequate, but to ensure disclosures by corporate management in order to enable the shareholders to make an informed choice” (p. 448).

[49] In order to define the appropriate threshold as to “just how significant a fact must be” (*TSC Industries*, at p. 445) to a reasonable investor before it becomes material, the court imposed a standard that requires that there must be a “substantial likelihood” that an omitted fact “would” be considered important. This standard was imposed rather than the lesser standard which would require disclosure if an omitted fact “might” have been considered important. In adopting the “would” standard, the U.S. Supreme Court approved of the words of Chief Judge Friendly of the U.S. Second Circuit Court of Appeals in *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (1973), where he wrote:

We think that, in a context such as this, the “might have been” standard . . . sets somewhat too low a threshold; the very fact that negligence suffices to invoke liability argues for a realistic standard of materiality. . . . While the difference between “might” and “would” may seem gossamer, the former is too suggestive of

éclairés en matière d’investissement en se fondant sur des renseignements qui leur sont fournis par une partie qui détermine unilatéralement ce qu’elle leur communiquera pour satisfaire à ses obligations légales. Il sied donc d’appliquer le critère de l’arrêt *TSC Industries* pour juger de l’importance des déclarations faites sous le régime de la Loi.

[48] Selon la Cour suprême des États-Unis, il est [TRADUCTION] « universellement reconnu » que le critère de l’importance est de nature objective (*TSC Industries*, p. 445). Or, l’application de ce critère suppose un examen de la façon dont l’« investisseur raisonnable » aurait envisagé les renseignements. En bout de ligne, la Cour suprême des États-Unis a conclu que le critère objectif formulé dans *TSC Industries* est celui qui « s’accorde le mieux avec les orientations » (p. 449) qui sous-tendent les règles applicables en matière de divulgation de procurations, lesquelles ne visent « pas simplement à veiller par des moyens judiciaires à ce que l’opération, compte tenu de sa teneur réelle, soit équitable et par ailleurs acceptable, mais à veiller à ce que les dirigeants de l’entreprise communiquent aux actionnaires des renseignements qui leur permettront de prendre une décision éclairée » (p. 448).

[49] Pour déterminer [TRADUCTION] « à quel point un fait doit être significatif » (*TSC Industries*, p. 445) aux yeux de l’investisseur raisonnable pour devenir important, la Cour suprême des États-Unis a retenu la norme de la « probabilité marquée » que le fait omis « aurait » été jugé important, plutôt que celle — moins exigeante — de la communication obligatoire du fait qui « aurait pu » l’être. En adoptant cette norme, la Cour suprême des États-Unis a approuvé les propos du juge en chef Friendly de la U.S. Second Circuit Court of Appeals dans *Gerstle c. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (1973), où il a écrit :

[TRADUCTION] Nous croyons que, dans un contexte comme celui-ci, la norme du « aurait pu être » [. . .] établit un seuil trop peu élevé; le fait même que la responsabilité puisse être engagée pour négligence milite en faveur de l’adoption d’une norme réaliste quant à l’importance. [. . .] Bien que la différence entre « aurait pu

mere possibility, however unlikely. When account is taken of the heavy damages that may be imposed, a standard tending toward probability rather than toward mere possibility is more appropriate. [p. 1302]

[50] At the same time, the U.S. Supreme Court clarified that a shareholder is not required to prove that the omitted fact would have caused a reasonable investor to change his or her vote. What is required is proof of a substantial likelihood that the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of a reasonable shareholder. The standard was seen as consistent with the court's description of materiality in its earlier decision in *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970), that the defect or omission "have a significant *propensity* to affect the voting process" (p. 384 (emphasis in original)).

[51] Given that materiality is determined objectively, from the perspective of a reasonable investor, I would add that the subjective views of the issuer do not come into play when assessing materiality. As I will discuss later, with respect to VAC's liability under the *Real Estate Act*, VAC's subjective views only are taken into account when considering the defence under s. 75(2)(b)(viii), not when considering whether a false statement was material. I make this observation because in art. 4.11 of the Hilton Disclosure Statement VAC represented that it was "not aware of any existing or potential conflicts of interest". The Court of Appeal appears to have treated this language as importing a subjective element into the analysis of VAC's conflict representation, rather than treating it as an element of the statutory defence.

[52] Finally, the U.S. Supreme Court indicated that the importance of an omitted fact must be considered in the light of whether it would be viewed by a reasonable investor as having "significantly altered the 'total mix' of information made available". In certain situations, evidence of

être » et « aurait été » puisse paraître tenue, la première approche fait indûment appel à une simple possibilité, aussi improbable soit-elle. Vu l'ampleur des dommages-intérêts qui pourraient être fixés, il convient davantage de retenir une norme reposant sur la probabilité plutôt que la simple possibilité. [p. 1302]

[50] La Cour suprême des États-Unis a ajouté que l'actionnaire n'est pas tenu de prouver que le fait omis aurait amené l'investisseur raisonnable à voter autrement. Il doit plutôt établir l'existence d'une probabilité marquée que l'actionnaire raisonnable aurait tenu compte de ce fait dans son analyse. Cette norme a été jugée compatible avec la façon dont la cour avait défini la notion d'importance dans *Mills c. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970) : la lacune ou l'omission doit [TRADUCTION] « *tend[re]* fortement à influencer sur le résultat du vote » (p. 384 (en italique dans l'original)).

[51] Étant donné que l'importance d'un fait se détermine objectivement, du point de vue de l'investisseur raisonnable, il me paraît utile de souligner que le point de vue subjectif de l'émetteur de valeurs n'entre pas en jeu. Comme je l'expliquerai plus loin en traitant de la responsabilité du VAC sous le régime de la Loi, il ne faut tenir compte du point de vue subjectif de ce dernier qu'au stade de l'analyse du moyen de défense prévu au sous-al. 75(2)b(viii), et non à celui de l'examen de la question de savoir s'il a fait une déclaration erronée sur un point important. Je tiens à faire cette remarque parce que le VAC a indiqué, à l'art. 4.11 du document du Hilton, qu'à sa connaissance [TRADUCTION] « il n'existe actuellement aucun conflit d'intérêts — ni aucune possibilité d'un tel conflit ». La Cour d'appel semble estimer que ces propos introduisent un élément subjectif dans l'analyse de la déclaration du VAC en matière de conflits d'intérêts, au lieu de les considérer comme un élément du moyen de défense prévu par la Loi.

[52] Enfin, la Cour suprême des États-Unis a affirmé que pour déterminer l'importance d'un fait omis, il faut se demander si, du point de vue de l'investisseur raisonnable, « le fait en question aurait [TRADUCTION] modifié de façon significative l'"ensemble" des renseignements mis à sa

the information made available may be such that common sense inferences will be sufficient to establish materiality. In other cases, where there is evidence that supports competing inferences, a court may be required to carry out a more complex analysis to determine what the reasonable investor would have considered important. For the majority of cases, materiality is a contextual matter, involving the application of a legal standard to specific facts, that must be determined in light of all of the information that was made available to an investor. Canadian and American authorities and commentary on materiality indicate that assessing materiality is a “fact-specific inquiry” (*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), at p. 240). Materiality is “to be determined on a case-by-case basis” (p. 250) in light of all of the relevant circumstances.

[53] The United States Securities and Exchange Commission (“SEC”), in SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 — “Materiality” (August 12, 1999 (online)), says that quantitative and qualitative factors should be considered in assessing materiality and that this requires “a full analysis of all relevant considerations” (pp. 2-3). The SEC wrote that “an assessment of materiality requires that one views the facts in the context of the ‘surrounding circumstances,’ as the accounting literature puts it, or the ‘total mix’ of information, in the words of the [U.S.] Supreme Court” (p. 3). A fact-driven, contextual approach to determine materiality is also recommended in the Canadian Securities Administrators *National Policy 51-201 Disclosure Standards* (July 12, 2002).

[54] Despite materiality being a question of mixed law and fact, Sharbern asserts that “there is no need for a plaintiff to tender industry or expert evidence as to what would influence a reasonable investor because the question of materiality of conflicts of interest in a prospectus is uniquely for the

disposition ». Dans certaines situations, la preuve des renseignements mis à la disposition de l’investisseur permet de faire des inférences fondées sur le bon sens qui sont suffisantes pour établir l’importance, alors que dans d’autres, le tribunal, saisi d’éléments de preuve permettant de faire des inférences opposées, peut être appelé à faire une analyse plus complexe pour déterminer ce que l’investisseur raisonnable aurait jugé important. Dans la majorité des cas, l’importance est tributaire du contexte, elle comporte l’application d’une norme juridique à des faits précis, et elle s’apprécie au regard de tous les renseignements dont disposait l’investisseur. Il ressort de la jurisprudence et la doctrine canadiennes et américaines que l’évaluation de l’importance appelle un [TRADUCTION] « examen des faits propres à l’espèce » (*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 240) : elle doit « se faire au cas par cas » (p. 250) à la lumière de l’ensemble des circonstances pertinentes.

[53] Dans SEC Staff Accounting Bulletin : No. 99 — « Materiality » (12 août 1999 (en ligne)), la Securities and Exchange Commission des États-Unis (« SEC ») mentionne que l’évaluation de l’importance doit tenir compte des facteurs quantitatifs ainsi que des facteurs qualitatifs, ce qui nécessite [TRADUCTION] « une analyse exhaustive de l’ensemble des facteurs pertinents » (p. 2-3). La SEC note également que « l’évaluation de l’importance nécessite un examen des faits qui tiennent compte de “l’ensemble des circonstances,” comme on le dit en langage comptable, ou, pour reprendre les termes de la Cour suprême [des États-Unis], de l’“ensemble” des renseignements » (p. 3). Pour leur part, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières recommandent elles aussi, dans le document intitulé *Instruction générale 51-201 Lignes directrices en matière de communication de l’information* (12 juillet 2002), l’adoption d’une approche contextuelle axée sur les faits.

[54] Bien que l’importance soit une question mixte de droit et de fait, Sharbern affirme que [TRADUCTION] « la partie demanderesse n’est pas tenue de présenter une preuve d’expert ou une preuve établissant la pratique au sein de l’industrie sur ce qui peut influencer sur la décision d’un

court, involving a question of construction” (A.F., at para. 40). To support this assertion, Sharbern refers to the words of Binnie J. in *Kerr* where he wrote that “disclosure is a matter of legal obligation” (para. 54). In *Kerr*, Binnie J. was writing in the context of explaining that the business judgment rule “should not be used to qualify or undermine the duty of disclosure” (*ibid.*).

[55] The business judgment rule is applied by courts when they are asked to resolve disputes involving business decisions made by managers (*Kerr*, at para. 54). In *Kerr*, Binnie J. adopted Weiler J.A.’s description of the business judgment rule at p. 192 in *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.) as follows:

The court looks to see that the directors made a reasonable decision not a perfect decision. Provided the decision taken is within a range of reasonableness, the court ought not to substitute its opinion for that of the board even though subsequent events may have cast doubt on the board’s determination. As long as the directors have selected one of several reasonable alternatives, deference is accorded to the board’s decision . . . [Emphasis deleted . . .] [Text in brackets in original; para. 54.]

[56] Binnie J. explained that the business judgment rule has been traditionally justified with respect to business decisions because (i) “judges are less expert than managers in making business decisions”, and (ii) “[i]n order to maximize returns for shareholders, managers should be free to take reasonable risks without having to worry that their business choices will later be second-guessed by judges” (*Kerr*, at para. 58). These traditional justifications for the rule “do not apply to disclosure decisions” (*ibid.*).

[57] As I have explained, the question of materiality involves the application of a legal standard to a given set of facts. Judges are not less expert than

investisseur raisonnable, car la question de l’importance des conflits d’intérêts dans un prospectus en est une d’interprétation qui relève exclusivement des tribunaux » (m.a., par. 40). Elle cite à l’appui le juge Binnie, qui affirmait dans *Kerr* que « la divulgation est une question d’obligation légale » (par. 54). Cette affirmation, le juge Binnie l’a faite dans le contexte de son explication suivant laquelle la règle de l’appréciation commerciale « ne doit pas servir à atténuer ou à miner l’obligation de divulgation » (*ibid.*).

[55] Les tribunaux appliquent la règle de l’appréciation commerciale lorsqu’ils sont appelés à régler des conflits portant sur des décisions d’affaires prises par des dirigeants d’entreprises (*Kerr*, par. 54). Dans *Kerr*, le juge Binnie a adopté la description que la juge Weiler a faite de cette règle à la p. 192 de *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.) :

[TRADUCTION] Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. Dans la mesure où les administrateurs ont choisi l’une des diverses solutions raisonnables qui s’offraient, la retenue est de mise à l’égard de la décision du conseil . . . [Italiques omis . . .] [Texte entre crochets dans l’original; par. 54.]

[56] Le juge Binnie a expliqué que l’application de la règle de l’appréciation commerciale aux décisions d’affaires a traditionnellement été justifiée par les raisons suivantes, à savoir le fait que (i) « les juges s’y connaissent moins que les directeurs pour prendre des décisions d’affaires », et que (ii) « [p]our maximiser le rendement des actions, les directeurs doivent être libres de prendre des risques raisonnables sans craindre que les tribunaux remettent par la suite en question les choix qu’ils ont faits sur le plan commercial » (*Kerr*, par. 58). Ces justifications traditionnelles de la règle « ne s’appliquent pas aux décisions en matière de divulgation » (*ibid.*).

[57] Comme je l’ai expliqué, la question de l’importance comporte l’application d’une norme juridique à un ensemble de faits donnés. Les juges ne

business managers when it comes to the application of a legal standard to a given set of facts; neither do managers' assessments of risk have anything to do with meeting their disclosure obligations. As Binnie J. observed, "[i]t is for the legislature and the courts, not business management, to set the legal disclosure requirements" (*Kerr*, at para. 55).

[58] Nothing in these reasons departs from the law as set out in *Kerr*. VAC's statutory obligation in this case was to disclose certain prescribed matters and, in doing so, to not make material false statements. While VAC made its own assessment of what information it was required to include in the Hilton Disclosure Statement, it is the court that determines whether the disclosure made meets VAC's legal obligations. The court must therefore inquire into what the reasonable investor would consider as significantly altering the total mix of information made available. This is a fact-specific inquiry, and except in those cases where common sense inferences are sufficient, the party alleging materiality must provide evidence in support of that contention.

[59] In carrying out a materiality assessment, a court must first look at the information disclosed to investors at the time they made their investment decision. In the present case, what I will refer to as "disclosed information" was the information contained in the Hilton Disclosure Statement. The next step in determining whether an omitted fact or information ("omitted information") would be considered as significantly altering the total mix of information made available is to consider the omitted information against the backdrop of what was disclosed. In the present case, the significance of the Compensation Differences must be ascertained by comparing the omitted information (the guaranteed rate of return to Marriott Owners and the 5% management fee and added incentive payable to VAC by the Marriott Owners) to the disclosed information. As part of this second step, a court

s'y connaissent pas moins que les dirigeants d'entreprises en matière d'application d'une norme juridique à un ensemble de faits donnés; par ailleurs, l'évaluation du risque par ces derniers n'a rien à voir avec l'obligation de communication qui leur incombe. Comme le juge Binnie l'a souligné, « [i]l appartient au législateur et aux tribunaux, et non aux dirigeants d'entreprises, d'établir les exigences juridiques en matière de divulgation » (*Kerr*, par. 55).

[58] Rien dans les présents motifs ne s'écarte du droit exposé dans *Kerr*. L'obligation légale qui incombait au VAC en l'espèce consistait à communiquer certains renseignements bien précis tout en évitant de faire des déclarations erronées sur des points importants. Bien que le VAC ait choisi lui-même les renseignements à inclure dans le document du Hilton, c'était au tribunal qu'il revenait de décider si ce dernier avait rempli ses obligations légales à cet égard. Le tribunal devait donc se demander ce qui, du point de vue de l'investisseur raisonnable, aurait modifié de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition. Il s'agit d'un examen propre aux faits de l'espèce et, sauf dans les cas où des inférences fondées sur le bon sens suffisent, la partie qui allègue l'importance doit présenter des éléments de preuve à l'appui de sa thèse.

[59] Pour évaluer l'importance, le tribunal doit d'abord examiner les renseignements qui avaient été communiqués aux investisseurs au moment où ils ont pris leur décision. En l'espèce, ce que j'appellerai les « renseignements communiqués » étaient les renseignements que contenait le document du Hilton. La prochaine étape à franchir pour décider si tout fait ou renseignement omis (les « renseignements omis ») aurait modifié de façon significative l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs consiste à examiner les renseignements omis au regard de ceux qui avaient été communiqués. Il faut donc comparer les renseignements omis (le taux de rendement garanti offert aux propriétaires du Marriott et les frais d'administration de 5 p. 100 ainsi que les mesures incitatives supplémentaires qu'ils devaient payer au VAC) à ceux qui avaient été communiqués pour

may consider contextual evidence which helps to explain, interpret, or place the omitted information in a broader factual setting, provided it is viewed in the context of the disclosed information. In this case, for example, evidence about the strong economic environment at the time investors made their investment decisions would help to evaluate whether the guaranteed rate of return given to Marriott Owners would have been significant in the context of the projections for high occupancy rates for the Hilton hotel that were disclosed in the Hilton Disclosure Statement.

[60] Another type of evidence relevant to the materiality assessment is evidence of concurrent or subsequent conduct or events that would shed light on potential or actual behaviour of persons in the same or similar situations (“behaviour evidence”). For example, a plaintiff would not be precluded from introducing evidence, if available, that the defendant acted on a conflict of interest even though that evidence pertained to events arising subsequent to the investors making their investment decisions. Similarly, a defendant would not be precluded from bringing evidence that investors had information not included in the disclosure documents at the time they were making their investment decisions, or that investors who had the information acted in a certain way. Beyond this behaviour evidence, evidence of common knowledge or, depending upon the circumstances, knowledge specific to particular investors would also be admissible. Nonetheless, in considering the question of materiality, the predominant focus is on the disclosed and omitted information.

[61] In sum, the important aspects of the test for materiality are as follows:

- i. Materiality is a question of mixed law and fact, determined objectively, from the perspective of a reasonable investor;

déterminer l'importance des différences de rémunération. Le tribunal peut, dans le cadre de cette deuxième étape, prendre en compte les éléments de contexte qui permettent d'expliquer, interpréter ou analyser les renseignements omis à la lumière d'un contexte factuel plus général, pourvu qu'il le fasse au regard des renseignements communiqués. Par exemple, dans le cas qui nous est soumis, tout élément de preuve au sujet de la conjoncture économique favorable à l'époque où les investisseurs ont pris leur décision aurait été utile pour décider si le taux de rendement garanti offert aux propriétaires du Marriott constituait un facteur important eu égard aux taux d'occupation élevés qui étaient annoncés dans le document du Hilton.

[60] Un autre type de preuve pertinente en ce qui concerne l'évaluation de l'importance est celle qui fait état de certains actes ou événements contemporains ou ultérieurs qui expliqueraient le comportement que des personnes dans des situations identiques ou similaires adoptent ou sont susceptibles d'adopter (la « preuve du comportement »). Par exemple, rien n'empêcherait le demandeur de présenter une preuve établissant que le défendeur avait tiré avantage d'une situation de conflit d'intérêts, et ce, même si cette preuve se rapportait à des événements survenus après que les investisseurs ont pris leur décision. De même, rien n'empêcherait le défendeur de présenter une preuve démontrant que certains investisseurs disposaient de renseignements qui ne figuraient pas dans les documents en cause au moment où ils ont pris leur décision, ou encore que certains de ceux-ci ont agi d'une certaine façon. Outre une telle preuve du comportement, toute preuve établissant tout fait de notoriété publique ou, selon les circonstances, les connaissances de certains investisseurs en particulier serait aussi admissible. Cependant, l'examen de l'importance doit porter principalement sur les renseignements qui ont été communiqués et ceux qui ne l'ont pas été.

[61] En bref, voici les principaux éléments du critère de l'importance :

- i. L'importance est une question mixte de droit et de fait qui s'évalue objectivement, du point de vue d'un investisseur raisonnable;

- ii. An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that it *would* have been considered important by a reasonable investor in making his or her decision, rather than if the fact merely *might* have been considered important. In other words, an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available;
- iii. The proof required is not that the material fact would have changed the decision, but that there was a substantial likelihood it would have assumed actual significance in a reasonable investor's deliberations;
- iv. Materiality involves the application of a legal standard to particular facts. It is a fact-specific inquiry, to be determined on a case-by-case basis in light of all of the relevant considerations and from the surrounding circumstances forming the total mix of information made available to investors; and
- v. The materiality of a fact, statement or omission must be proven through evidence by the party alleging materiality, except in those cases where common sense inferences are sufficient. A court must first look at the disclosed information and the omitted information. A court may also consider contextual evidence which helps to explain, interpret, or place the omitted information in a broader factual setting, provided it is viewed in the context of the disclosed information. As well, evidence of concurrent or subsequent conduct or events that would shed light on potential or actual behaviour of persons in the same or similar situations is relevant to the materiality assessment. However, the predominant focus must be on a contextual consideration of what information was disclosed, and what facts or information were omitted from the disclosure documents provided by the issuer.
- ii. Le fait omis est important s'il existe une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable l'*aurait* jugé important au moment de prendre sa décision, et non qu'il *aurait pu* le juger important. Autrement dit, il doit y avoir une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait jugé que le fait en question aurait modifié de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition s'il lui avait été communiqué;
- iii. Il n'est pas nécessaire de prouver que le fait en cause aurait amené l'investisseur à prendre une autre décision, mais plutôt qu'il existait une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable en aurait tenu compte dans le cadre de son analyse;
- iv. L'évaluation de l'importance comporte l'application d'une norme juridique à des faits précis. Elle repose sur un examen des faits propres à l'espèce à la lumière de l'ensemble des facteurs pertinents et des circonstances, soit l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs;
- v. La partie qui allègue l'importance d'une déclaration, d'une omission ou d'un fait doit présenter des éléments de preuve à l'appui de sa thèse, sauf dans les cas où des inférences fondées sur le bon sens sont suffisantes. Le tribunal doit d'abord examiner les renseignements communiqués aux investisseurs et ceux qui ne l'ont pas été. Il peut également prendre en compte les éléments de contexte qui permettent d'expliquer, interpréter ou analyser les renseignements omis à la lumière d'un contexte factuel plus général, pourvu qu'il le fasse au regard des renseignements communiqués. De plus, la preuve qui fait état de certains actes ou événements contemporains ou ultérieurs qui expliqueraient le comportement que des personnes dans des situations identiques ou similaires adoptent ou sont susceptibles d'adopter est également pertinente. Toutefois, l'examen de l'importance doit constituer d'abord et avant tout une considération contextuelle des renseignements communiqués par l'émetteur de valeurs ainsi que des faits ou des renseignements que ce dernier a omis d'inclure dans les documents qu'il a fournis.

(5) Analysis of the Trial Judge's Materiality Assessment

[62] I now turn to the trial judge's materiality assessment. In my respectful view, the trial judge made three interrelated errors of law in her treatment of the materiality of VAC's alleged conflict of interest stemming from the Compensation Differences, which impact upon her assessment of whether the Hilton Disclosure Statement contained a material false statement. First, she equated the existence of a potential or actual conflict of interest with materiality, essentially treating a conflict of interest as inherently material. Second, she reversed the onus on Sharbern as plaintiff to prove materiality and placed an onus on VAC to disprove materiality. Third, she failed to consider all of the evidence available to her on the issue of materiality. I will deal with these errors in turn.

[63] Although much time was dedicated to the question in her analysis, the key issue before the trial judge was not whether a potential or actual conflict of interest existed. The existence of non-material conflicts of interest had been acknowledged by VAC in arts. 4.9(i) and 4.11 of the Hilton Disclosure Statement. Rather, the key issue was whether the Compensation Differences and the potential or actual conflict of interest they created were *material*, thereby rendering VAC's failure to disclose them "material false statements" attracting liability under the statute.

[64] A careful review of Wedge J.'s reasons shows that once she had determined that there was a potential or actual conflict of interest, she found that there was an obligation to disclose the conflict as if the existence of the conflict itself was inherently material. For example, before she had even considered the issue of materiality, Wedge J. states, at para. 310, that "[g]iven the existence of the conflict described above, VAC was required to

(5) Analyse de l'évaluation de l'importance en première instance

[62] J'examinerai maintenant l'évaluation de l'importance faite par la juge de première instance. J'estime en toute déférence qu'elle a commis trois erreurs de droit intimement liées en évaluant l'importance de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se serait trouvé le VAC en raison des différences de rémunération, et que cela a faussé son examen du document du Hilton pour savoir s'il contenait une déclaration erronée sur un point important. D'abord, elle a jugé que l'existence ou la possibilité d'un conflit d'intérêts était forcément importante, postulant essentiellement que tout conflit d'intérêts était, en soi, important. Ensuite, elle a inversé le fardeau de la preuve, qui exigeait de Sharbern qu'elle établisse l'importance en sa qualité de partie demanderesse, et imposé au VAC le fardeau de prouver le contraire. Enfin, elle a omis de considérer l'ensemble de la preuve dont elle disposait sur l'importance. J'examinerai successivement ces trois erreurs.

[63] Bien que la juge de première instance ait consacré une bonne part de son analyse au conflit d'intérêts ou à la possibilité d'un tel conflit, il ne s'agissait pas de l'élément clé du litige. D'ailleurs, le VAC a reconnu l'existence de conflits d'intérêts non importants au par. 4.9(i) et à l'art. 4.11 du document du Hilton. La question clé consistait plutôt à se demander si les différences de rémunération ainsi que le conflit d'intérêts — ou la possibilité d'un tel conflit — engendré par celles-ci étaient *importants*, de sorte qu'en omettant d'en faire part aux investisseurs, le VAC faisait une « déclaration erronée sur un point important » engageant sa responsabilité sous le régime de la Loi.

[64] Il ressort d'un examen attentif des motifs de la juge Wedge qu'après avoir conclu à l'existence d'un conflit d'intérêts ou, à tout le moins, de la possibilité d'un tel conflit, elle a estimé que le VAC devait en faire part aux investisseurs, comme si l'existence même du conflit était en soi importante. Par exemple, la juge Wedge a indiqué, avant même d'aborder la question de l'importance, que [TRADUCTION] « [c]ompte tenu de l'existence du

disclose the nature of those agreements” evidencing the Compensation Differences. Similarly, when speaking about the evidence led by VAC concerning the benefits to the hotels of sharing resources and expenses, she determined that “[i]t is for the investor to decide whether the benefits of cost and resource sharing outweigh the detriment of the conflict. An investor cannot engage in that weighing process unless the conflict is disclosed” (para. 304). Again, this is before the trial judge had made any determinations with respect to the materiality of the conflict of interest.

[65] Treating a conflict of interest as inherently material led the trial judge to other manifestations of the same error of law. One is that she misinterpreted the statutory disclosure requirement. She said that the conflict of interest must be disclosed so that investors can weigh its costs and benefits against those of other factors. However, the statutory requirement does not impose on issuers an obligation to disclose all facts that would permit an investor to sort out what was material and what was not. This approach would not only result in excessive disclosure, regardless of materiality, it would overwhelm investors with information and impair, rather than enhance, their ability to make decisions.

[66] Further, by holding that the failure to disclose the existence of conflict of interest is sufficient to attract liability for a material false statement, the trial judge misinterpreted the test for materiality. If the mere existence of a potential or actual conflict of interest creates an obligation to disclose it, without a proper inquiry into the materiality of the conflict, this approaches the standard of material fact used by the Court of Appeals in *TSC Industries* of “all facts which a reasonable stockholder might consider important” (*sub nom. Northway, Inc. v. TSC Industries, Inc.*, 512 F.2d 324 (7th Cir. 1975), at para. 3). That standard has

conflit susmentionné, le VAC était tenu d’expliquer la teneur de ces ententes » (par. 310) de façon à révéler les différences de rémunération. Dans le même ordre d’idée, elle a affirmé, dans son analyse de la preuve du VAC sur les avantages que procurait aux hôtels le partage des ressources et des dépenses, que « [c]’est à l’investisseur qu’il revient de juger si les avantages que procure le partage des frais et des ressources l’emportent sur les conséquences négatives du conflit. Or, l’investisseur ne peut soupeser ces considérations que si l’existence même du conflit d’intérêts lui est révélée » (par. 304). Encore là, elle s’est exprimée ainsi avant même de se prononcer sur l’importance du conflit d’intérêts.

[65] Son avis que tout conflit d’intérêts était, en soi, important, l’a amenée à commettre d’autres façons la même erreur de droit, notamment en interprétant de façon erronée les obligations légales du VAC en matière de communication. En effet, elle a affirmé qu’il devait signaler le conflit d’intérêts aux investisseurs de manière à ce qu’ils puissent en mesurer les avantages et les inconvénients au regard de ceux d’autres facteurs. Toutefois, la loi n’oblige pas les émetteurs de valeurs à communiquer tous les faits aux investisseurs afin de leur permettre de faire eux-mêmes le tri entre ce qui est important et ce qui ne l’est pas. Si c’était le cas, beaucoup trop de renseignements seraient communiqués aux investisseurs sans égard à leur importance et cela les paralyserait et nuirait à leur faculté de prendre des décisions éclairées, au lieu de les aider.

[66] De plus, ayant statué que le défaut du VAC de signaler qu’il était en conflit d’intérêts suffisait pour engager sa responsabilité pour déclaration erronée sur un point important, elle a mal interprété le critère de l’importance. Si le seul fait ou la seule possibilité que l’intéressé soit en conflit d’intérêts imposait à celui-ci une obligation de communication à cet égard sans qu’il soit nécessaire de véritablement s’interroger sur l’importance du conflit, on se rapprocherait de la norme du fait important adoptée par la cour d’appel dans *TSC Industries*, suivant laquelle [TRADUCTION] « tous les faits que l’actionnaire raisonnable pourrait juger

been rejected by the U.S. Supreme Court and now by this Court in these reasons.

[67] In assessing materiality, the trial judge pointed to the test set out in *TSC Industries* and concluded:

I am satisfied that VAC's ability to make more money under the Marriott guarantee when a potential customer chose the Marriott over the Hilton would have assumed actual significance in the deliberations of a reasonable investor, as would the fact that VAC made more money in management fees if the Marriott revenue was relatively higher than the Hilton revenue. [para. 321]

However, she does not address how or why there is a substantial likelihood that the Compensation Differences would be viewed by reasonable investors in the Hilton strata lots as significantly altering the total mix of the information made available. She appears to make a common sense inference that the Compensation Differences would have been material, without offering any analysis of how the conflict created by the Compensation Differences would fit into the mix of all other relevant information, nor does she take notice of what the total mix of information would be.

[68] There was evidence, which I will discuss more fully below, which could have supported the opposite inference, that the Compensation Differences or the omitted information were not material in the context of what had already been disclosed to investors. For example, the disclosed information included information about the economic environment at the time of the sale of the strata lots; the financial benefits offered to the Hilton Owners, such as the management fee payable to VAC; information about common management by VAC and resulting risk factors; and information relevant to VAC's limited ability to prefer its own interests. The trial judge also had behaviour evidence led by VAC about what the conduct

importants » seraient visés (*sub nom. Northway, Inc. c. TSC Industries, Inc.*, 512 F.2d 324 (7th Cir. 1975), par. 3). Cette norme a été rejetée par la Cour suprême des États-Unis, et elle l'est maintenant par notre Cour.

[67] Dans son évaluation de l'importance, la juge de première instance a renvoyé au critère énoncé dans *TSC Industries* et elle a conclu :

[TRADUCTION] À mon avis, le fait que la garantie relative au Marriott permettait au VAC de gagner plus d'argent lorsqu'un nouveau client choisissait cet hôtel plutôt que le Hilton aurait été un fait dont l'investisseur raisonnable aurait tenu compte dans son analyse, tout comme le fait que des frais d'administration plus élevés auraient été payés au VAC si les revenus générés par le Marriott étaient relativement plus élevés que ceux du Hilton. [par. 321]

Toutefois, elle ne s'est pas demandé comment ou pourquoi il existait une probabilité marquée que les différences de rémunération auraient amené l'investisseur raisonnable se proposant d'acquérir une unité du Hilton à considérer qu'elles modifiaient de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition. Elle semble avoir inféré, en se fondant sur le bon sens, que les différences de rémunération auraient été importantes, sans toutefois analyser le lien qu'il y aurait eu entre l'existence d'un conflit engendré par celles-ci et l'ensemble des autres renseignements pertinents, ni préciser en quoi ces renseignements auraient consisté.

[68] Certains éléments de preuve — dont je reparlerai plus abondamment — établissant que les différences de rémunération ou les renseignements omis n'étaient pas importants compte tenu de ce qui avait été déjà communiqué aux investisseurs auraient pu permettre d'inférer le contraire. Par exemple, les renseignements communiqués fournissaient de l'information au sujet de la conjoncture économique à l'époque où les unités ont été vendues, des avantages financiers offerts aux propriétaires du Hilton — tels les frais d'administration moins élevés qu'ils devaient payer au VAC —, et de l'administration commune des hôtels par le VAC et des facteurs de risque y afférents; ils comprenaient aussi des renseignements pertinents sur

of fully informed investors had been. In my view, this evidence demonstrated that competing inferences could be drawn in this case and added a layer of complexity to the materiality analysis that took it outside the realm of drawing a simple, common sense inference. A more detailed analysis of the evidence constituting the “total mix” of information was required in order to make a determination about what a reasonable investor would have considered significant.

[69] Wedge J.’s error in treating a conflict of interest as inherently material is interrelated with her second error, which was to reverse the onus of proof. Once she was satisfied that Sharbern had proven the existence of a conflict of interest, she turned to VAC to show why it was not material. The result was that she made the determination that the conflict of interest was material without requiring Sharbern to satisfy its burden, as plaintiff, of proving materiality.

[70] Having found a conflict of interest to be inherently material, the trial judge looked to VAC to show proof that it was not. She considered VAC’s submissions that the Compensation Differences would not have been material in light of all the disclosed information about common management in the Hilton Disclosure Statement. She then stated: “I cannot agree with VAC’s submission concerning materiality” (para. 320) and concluded that “the presence of an actual or potential conflict of interest on the part of [VAC] would concern any reasonable person contemplating investing more than \$100,000 in a strata unit” (para. 321). While observing that “no expert evidence was advanced with respect to the knowledge of the reasonable investor” (para. 317), she neither proceeded with an analysis of other evidence of materiality adduced by Sharbern, nor commented upon the absence of any such evidence. As stated above, the onus of proving the materiality of a fact, statement or omission rests with the person alleging materiality.

le peu de moyens dont disposait le VAC pour favoriser ses propres intérêts. La juge de première instance disposait en outre de la preuve du VAC quant au comportement d’investisseurs bien informés. À mon avis, cette preuve établissait qu’il était possible de faire des inférences opposées en l’espèce. De fait, elle rendait l’analyse de l’importance si complexe que celle-ci ne pouvait se résumer à une simple inférence fondée sur le bon sens. Il fallait donc faire une analyse plus détaillée des éléments de preuve constituant l’« ensemble » des renseignements mis à la disposition des investisseurs pour déterminer ce que l’investisseur raisonnable aurait jugé important.

[69] L’erreur que la juge Wedge a commise en concluant que tout conflit d’intérêts était, en soi, important, a un lien avec sa seconde erreur, soit sa décision d’inverser le fardeau de la preuve. Ayant jugé que Sharbern avait établi que le VAC était en conflit d’intérêts, elle a invité ce dernier à expliquer pourquoi ce conflit n’était pas important. Elle a donc jugé d’emblée que le conflit d’intérêts était important, sans même exiger que Sharbern s’acquitte du fardeau qui lui incombait, en sa qualité de partie demanderesse, d’établir l’importance.

[70] Ayant conclu que tout conflit d’intérêts était, en soi, important, la juge de première instance attendait du VAC qu’il prouve le contraire. Elle a tenu compte de son argument selon lequel les différences de rémunération n’étaient pas importantes au vu de l’ensemble des renseignements relatifs à l’administration commune des hôtels contenus dans le document du Hilton. À cet égard, elle a affirmé [TRADUCTION] « ne [pouvoir] souscrire à la thèse du VAC concernant l’importance » (par. 320) et conclu que « le fait que [le VAC était] en conflit d’intérêts ou que cela soit même possible intéresserait toute personne raisonnable envisageant d’investir plus de 100 000 \$ pour faire l’acquisition d’une unité » (par. 321). La juge a bien fait remarquer qu’« aucune preuve d’expert n’a été présentée relativement aux connaissances que possède l’investisseur raisonnable » (par. 317), mais elle n’a fait aucune analyse des autres éléments de preuve produits par Sharbern en vue d’établir l’importance et n’a pas non plus fait de remarques sur l’absence

Sharbern did not adduce any evidence supporting the materiality of the Compensation Differences (other than the Hilton Disclosure Statement and the omitted information). It did not provide evidence to explain or place the omitted information into the context of the disclosed information in a way that would show its materiality. There is nothing in the trial judge's analysis to indicate that Sharbern satisfied its burden.

[71] The third error evident from the decision of Wedge J. is that she failed to consider all the evidence available to her on the issue of materiality. I am not unmindful that “[i]n reviewing the decisions of trial judges in all cases . . . it is important that the appellate court remind itself of the narrow scope of appellate review” with respect to factual matters (*Van de Perre v. Edwards*, 2001 SCC 60, [2001] 2 S.C.R. 1014, at para. 11; see also *Housen v. Nikolaisen*, 2002 SCC 33, [2002] 2 S.C.R. 235, at para. 46). When a question of mixed fact and law is at issue, the findings of a trial judge should be deferred to unless it is possible to extricate a legal error (*Housen*, at para. 37). Within this narrow scope of review, an appellate court may “reconsider the evidence” proffered at trial when there is a “reasoned belief that the trial judge must have forgotten, ignored or misconceived the evidence in a way that affected his [or her] conclusion” and thereby erred in law (*Van de Perre*, at para. 15). As I will now explain, Wedge J. ignored and misconceived evidence relevant to the question of materiality in a way that affected her conclusions.

[72] The statutory disclosure requirements only oblige issuers to disclose certain prescribed information. Where the issuer's disclosure is challenged, the court must determine whether the omitted information was material in the context of the “total mix” of information made available to the

de tels éléments. Comme je l'ai déjà dit, c'est à la partie qui allègue l'importance d'une déclaration, d'une omission ou d'un fait qu'incombe le fardeau de la preuve. Or, Sharbern n'a présenté aucun élément de preuve établissant l'importance que revêtent les différences de rémunération (mis à part le document du Hilton et les renseignements omis). Elle n'a pas non plus produit de preuve traitant des renseignements omis dans le contexte de l'ensemble des renseignements communiqués de façon à en établir l'importance. Rien dans l'analyse de la juge n'indique que Sharbern s'est acquittée de son fardeau.

[71] La troisième erreur réside dans l'omission de considérer l'ensemble de la preuve sur l'importance. Je ne suis pas sans savoir que « [l]orsqu'une cour d'appel examine une décision de première instance, dans tous les domaines, [. . .] il importe qu'elle ne perde pas de vue la portée restreinte du mécanisme de révision » relativement aux questions de fait (*Van de Perre c. Edwards*, 2001 CSC 60, [2001] 2 R.C.S. 1014, par. 11; voir aussi *Housen c. Nikolaisen*, 2002 CSC 33, [2002] 2 R.C.S. 235, par. 46). Lorsqu'une question mixte de fait et de droit est en litige, il faut faire preuve de retenue à l'égard des conclusions du juge de première instance à moins qu'il ne soit possible d'en dégager une erreur de droit (*Housen*, par. 37). Dans le cadre de la portée restreinte de cet examen, la cour d'appel peut « revoir la preuve » produite au procès si elle a la « conviction rationnelle que le juge de première instance doit avoir oublié, négligé d'examiner ou mal interprété la preuve de telle manière que sa conclusion en a été affectée », ce qui l'a amené à commettre une erreur de droit (*Van de Perre*, par. 15). Comme je l'expliquerai maintenant, la juge Wedge a tantôt négligé d'examiner, tantôt mal interprété des éléments de preuve pertinents quant à la question de l'importance de telle manière que ses conclusions en ont été affectées.

[72] La Loi n'oblige l'émetteur de valeurs mobilières à ne communiquer que certains renseignements bien précis. En cas de contestation, le tribunal doit décider si l'information que l'émetteur a omis de communiquer était importante au vu de l'« ensemble » des renseignements mis à la disposition de

investor. While Wedge J. considered some evidence in relation to materiality (i.e. the language and general circumstances surrounding the Hilton Disclosure Statement), she failed to consider other relevant evidence. For example, she rejected much of the evidence adduced by VAC as being irrelevant to the issue of the existence of a conflict of interest. There is no indication that she considered that evidence, as she was required to do, in assessing the materiality of the Compensation Differences.

[73] As I will detail below, evidence of factors such as the general economic climate at the time the strata lots were sold, the financial arrangements offered to Hilton Owners, the disclosure made by VAC of common management and risk factors, and the limited extent of VAC's ability to act upon the Compensation Differences in its own interests may be of little weight in determining whether a potential or actual conflict of interest existed as a result of the Compensation Differences. However, as mentioned above, those factors constituted disclosed information that would come into play as relevant to the issue of whether reasonable investors would have considered the omitted information important to their investment decision.

(a) *The Economic Environment*

[74] The Hilton Disclosure Statement warned that "[t]o the extent that there are more hotel rooms available in a particular market than there is demand for those rooms, then both occupancy and room rental rates may be adversely effected [*sic*]. There are other hotels which are planned for the Richmond and Vancouver markets" (art. 4.9(b)). However, it also stated that "Richmond is ranked as having the highest hotel occupancy of any market in Canada and the United States for the full year 1996" and was showing similar promise for 1997 (point 5 of the executive summary). The information about the high hotel occupancy rates in Richmond, coupled with the optimistic projections made in the Hilton Disclosure Statement, are

l'investisseur. Bien que la juge Wedge ait considéré certains des éléments de preuve se rapportant à cette question (c.-à-d. le libellé du document du Hilton et les circonstances générales entourant sa publication), elle a omis de tenir compte d'autres éléments de preuve pertinents. Par exemple, elle a rejeté plusieurs des éléments présentés par le VAC au motif qu'ils n'étaient pas pertinents quant à l'existence d'un conflit d'intérêts. Rien ne permet de croire qu'elle a pris en compte ces éléments de preuve, comme elle devait le faire, pour évaluer l'importance des différences de rémunération.

[73] Comme je l'expliquerai en détail plus loin, pour décider si les différences de rémunération engendraient un conflit d'intérêts ou la possibilité d'un tel conflit, il ne faut peut-être pas accorder trop de poids à la preuve touchant à certains facteurs, tels la conjoncture économique générale au moment de la vente des unités, les ententes financières offertes aux propriétaires du Hilton, les renseignements que le VAC avait fournis concernant l'administration commune des hôtels et les facteurs de risque, et le peu de moyens dont il disposait pour bénéficier de ces différences. Par contre, comme je l'ai déjà mentionné, ces facteurs faisaient partie des renseignements communiqués pertinents quant à savoir si l'investisseur raisonnable aurait jugé que les renseignements omis étaient importants dans sa prise de décision.

a) *Environnement économique*

[74] Selon le document du Hilton, [TRADUCTION] « [d]ans la mesure où, dans un marché donné, le nombre de chambres d'hôtel excède la demande, le taux d'occupation ainsi que les tarifs de location peuvent en souffrir. D'autres hôtels ouvriront leurs portes dans les marchés de Richmond et de Vancouver » (par. 4.9b)). Cependant, ce document mentionnait également que « de tous les marchés canadiens et américains, Richmond a été celui où le taux d'occupation a été le plus élevé en 1996 » et que l'année 1997 s'annonçait tout aussi bonne (point 5 du sommaire). Ce renseignement selon lequel le taux d'occupation des hôtels était élevé à Richmond ainsi que les prévisions optimistes contenues dans le document étaient des considérations pertinentes

relevant considerations the trial judge should have taken into account and suggested that the Hilton would not have a problem with occupancy rates, or need to worry about competition from the Marriott. This information about the economic environment was disclosed information forming part of the total mix of information made available to investors, against which they would have weighed the importance of the omitted information.

(b) *Financial Benefits to Hilton Owners*

[75] The omitted information about VAC's agreements with the Marriott Owners would have been assessed by a reasonable investor in comparison to the disclosed information about the financial arrangements given to Hilton Owners. Although they did not receive a guarantee, the lower management fee of 3% instead of 5% and an added incentive had been given to Hilton Owners to increase their projected rate of return. The advantage of paying a low percentage management fee could have supported an inference that there were financial arrangements to counterbalance the omitted information about financial arrangements for the Marriott Owners even if they left the alleged incentive for favouritism unchanged.

(c) *Disclosure of Common Ownership and/or Management and Risk Factors*

[76] The Hilton Disclosure Statement disclosed that the developer of the Hilton was also developing the Marriott, and was the owner of the Richmond Inn. In the risk factors, VAC disclosed that its agreements with the Marriott "give rise to certain liabilities and obligations of the Developer which could impact upon its ability to perform its obligations under the Agreements" with the Hilton strata lot owners (art. 4.9(i)). VAC also disclosed that the Asset Manager would be the same for

que la juge de première instance aurait dû prendre en compte. Ces considérations donnaient à penser que le taux d'occupation du Hilton ne poserait pas problème et qu'il n'y avait pas lieu de se préoccuper de la concurrence du Marriott. Ces renseignements au sujet de la conjoncture économique d'alors constituaient des renseignements communiqués qui faisaient partie de l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs au regard desquels ceux-ci auraient apprécié l'importance des renseignements omis.

b) *Avantages financiers profitant aux propriétaires du Hilton*

[75] L'investisseur raisonnable aurait apprécié les renseignements omis en ce qui concerne les ententes avec les propriétaires du Marriott en les comparant aux renseignements communiqués au sujet des ententes financières conclues avec ceux du Hilton. Les propriétaires du Hilton ne bénéficiaient pas d'une garantie, mais les frais d'administration moins élevés qu'ils étaient tenus de payer, soit 3 p. 100 au lieu de 5 p. 100, et les mesures incitatives supplémentaires qui leur avaient été accordées devaient faire augmenter le taux de rendement de leur investissement. Or, l'avantage que cela leur procurait aurait pu permettre d'inférer que certaines ententes financières visaient à contrebalancer les renseignements omis en ce qui concerne les ententes conclues avec les propriétaires du Marriott, et ce même si elles laissaient subsister l'avantage que le VAC aurait eu à favoriser le Marriott.

c) *Communication de renseignements : propriétaire unique et/ou administration commune et facteurs de risque*

[76] Selon le document du Hilton, le promoteur de cet hôtel était également promoteur du Marriott et possédait en outre le Richmond Inn. Au chapitre des facteurs de risque, il mentionnait que les ententes conclues avec le Marriott [TRADUCTION] « imposent au promoteur des responsabilités et des obligations susceptibles d'avoir une incidence sur sa capacité d'exécuter les obligations prévues dans les ententes » conclues avec les propriétaires d'unités du Hilton (par. 4.9i)). Il y était également prévu

the Hilton and the Marriott, and that the day-to-day management of the Hilton would be subcontracted to the manager of the Richmond Inn. The Hilton Disclosure Statement states that “[t]he success of the Hotel will depend in large measure on the ability of the Developer as Asset Manager” and that “the success or failure of the Rental Pool will depend in part on the managerial abilities of the Asset Manager” (art. 4.9(e) (emphasis deleted)).

[77] Although the trial judge rejected VAC’s submission that its disclosure of potential conflicts had been sufficient, she noted in her reasons that because the two hotels were in direct competition for clientele, “the interests of their owners were not congruent” (para. 299). Nonetheless, she acknowledged that “Hilton Owners consented to VAC acting for other principals competing in the same market” (para. 425). While all of this evidence was reviewed by the trial judge in other contexts, in my respectful opinion, she failed to assess whether there was a substantial likelihood that a reasonable investor in a Hilton strata lot would have viewed the Compensation Differences and their potential for creating a conflict of interest as significantly altering the information already possessed about the potential risk factors.

(d) *VAC Had No Practical Means or Incentive to Favour the Marriott*

[78] VAC led evidence at trial in an attempt to show why it would not have preferred the Marriott and that it did not do so. VAC submits that this evidence shows that the conflict of interest did not manifest itself in practice, and that VAC had no practical means or the incentive to favour the Marriott over the Hilton. VAC argues that this evidence “support[s] VAC’s conclusion that the potential conflict of interest was not material at the time of disclosure” (R.F., at para. 91). The trial judge considered this evidence in the conflict of interest

que l’administrateur des biens du Hilton et celui des biens du Marriott serait le même, et que la gestion quotidienne du Hilton serait confiée par contrat à l’administrateur du Richmond Inn. Toujours selon ce même document, « [l]e succès de l’hôtel dépendra dans une large mesure de la capacité d’administration du promoteur » et « le succès ou l’échec du pool locatif dépendra en partie de la compétence de l’administrateur des biens » (par. 4.9e) (caractères gras omis)).

[77] Bien qu’ayant rejeté la prétention du VAC qu’il avait satisfait à son obligation d’informer les investisseurs de la possibilité qu’il soit en conflit d’intérêts, la juge de première instance a souligné dans ses motifs que parce que les deux hôtels se faisaient directement concurrence, [TRADUCTION] « les intérêts de leurs propriétaires respectifs n’étaient pas convergents » (par. 299). Elle a néanmoins reconnu que les « propriétaires du Hilton avaient consenti à ce que le VAC agisse pour le compte d’autres mandants qui leur faisaient concurrence au sein du même marché » (par. 425). Il est vrai que la juge de première instance a examiné cette preuve dans d’autres contextes, mais j’estime, en toute déférence, qu’elle ne s’est pas demandé s’il existait une probabilité marquée que les différences de rémunération — et la possibilité qu’elles engendrent un conflit d’intérêts — auraient amené l’investisseur raisonnable se proposant d’acquérir une unité du Hilton à considérer qu’elles modifiaient de manière significative les renseignements qu’il possédait déjà sur les facteurs de risque.

d) *Impossibilité de favoriser le Marriott et absence d’intérêt à le faire*

[78] Au procès, le VAC a tenté de démontrer qu’il n’avait aucun intérêt à favoriser le Marriott et que, partant, il ne l’avait pas fait. À ses dires, sa preuve établissait que le conflit d’intérêts ne s’était pas matérialisé et qu’il n’avait ni les moyens, ni une raison quelconque de favoriser le Marriott au détriment du Hilton. Il a ajouté que sa preuve [TRADUCTION] « étay[ait] [sa] conclusion que le conflit d’intérêts susceptible de survenir n’était pas important au moment de la communication des renseignements » (m.i., par. 91). La juge de première instance a tenu

stage of her analysis. There, she found that it did “not go to the issue of the existence of conflict” but rather “goes only to whether VAC would have acted on the opportunities raised by the conflict” (para. 306). She does not appear to have considered it with respect to whether it would be relevant to the question of materiality.

[79] The evidence adduced by VAC that would show it had limited practical means and limited incentives to favour the Marriott over the Hilton includes evidence that VAC had a limited ability to market the hotels in a manner that favoured one hotel over the other. Evidence led at trial and discussed by the trial judge in her fiduciary duty analysis suggested about half of the hotels’ traffic was generated by marketing at the international/national level by the Hilton and Marriott chains. While we should avoid considering this percentage, which did not constitute disclosed information, the Hilton Disclosure Statement did disclose that investors could expect to “benefit from [the] strength of Hilton’s worldwide reservations system and the worldwide recognition provided by [the Hilton chains]” (point 3 of the executive summary).

[80] The Hotel Asset Management Agreement under which VAC managed the Hilton hotel was disclosed information. That agreement required VAC to manage the Hilton hotel in a commercially reasonable manner and contained a number of obligations to use reasonable efforts. Even if the Hilton Owners had been aware of the omitted information, their concerns about any potential favouritism of the Marriott hotel would have been displaced by this contractual obligation imposed on VAC. The requirement to operate the hotel in a commercially reasonable manner would be inconsistent with VAC favouring one hotel to the detriment of the other, and served as a means to contractually preclude VAC from doing so.

compte de cette preuve au stade de son analyse portant sur le conflit d’intérêts, au terme de laquelle elle a conclu que la preuve ne jetait [TRADUCTION] « aucune lumière sur la question de savoir s’il exist[ait] ou non un conflit », ajoutant qu’elle « se rapport[ait] plutôt à la seule question de savoir si le VAC aurait tiré avantage des occasions qui se présentaient à lui en raison du conflit » (par. 306). Elle ne semble pas s’être demandé si cette preuve était pertinente quant à la question de l’importance.

[79] Il ressort de la preuve produite par le VAC en vue d’établir qu’il disposait de peu de moyens pour favoriser le Marriott au détriment du Hilton et que, de toute façon, il avait peu intérêt à le faire, que sa capacité de faire la promotion des hôtels d’une manière qui en favorise une au détriment de l’autre était limitée. La preuve soumise au procès et dont la juge de première instance a traité dans son analyse de l’obligation fiduciaire donnait à penser qu’environ la moitié de l’affluence dans les hôtels était le fruit des efforts de promotion déployés par les chaînes Hilton et Marriott sur les plans national et international. Il faudrait éviter de tenir compte de ce pourcentage, qui ne faisait pas partie des renseignements communiqués, mais le document du Hilton informait tout de même les investisseurs qu’ils pouvaient s’attendre à [TRADUCTION] « tirer avantage de [la] force du système de réservation mondial de la chaîne Hilton et du fait qu’elle est connue partout dans le monde » (point 3 du sommaire).

[80] L’entente aux termes de laquelle le VAC administrait le Hilton faisait partie des renseignements communiqués. Elle prévoyait que le VAC devait administrer cet hôtel de façon raisonnable sur le plan commercial et lui imposait un certain nombre d’obligations de déployer des efforts raisonnables. Ainsi, même si les renseignements omis avaient été communiqués aux propriétaires du Hilton, cette entente aurait dissipé leurs inquiétudes quant à la possibilité que le VAC favorise le Marriott. En effet, le VAC ne pouvait favoriser un hôtel au détriment de l’autre sans aller à l’encontre de l’exigence d’administrer l’hôtel de façon raisonnable sur le plan commercial, qui, en bout de ligne, constituait une obligation contractuelle l’empêchant d’agir ainsi.

(e) *Evidence of Conduct of Fully Informed Investor*

[81] Another piece of evidence that should have been included in the trial judge's materiality assessment was that Tevan Trading Ltd. ("Tevan") (the largest investor in the Hilton strata lots other than VAC's parent company) owned units in both the Hilton and the Marriott. Tevan purchased six Hilton units on March 17, 1998, and then additional Hilton units on March 23, 1998, along with four Marriott units on the same day. The Marriott units became available to Tevan because certain buyers in the Marriott had cancelled their purchases. While the details of the Compensation Differences would have been known to Tevan when it invested in the Hilton on March 23, 1998, they did not appear to affect Tevan's decision to invest in the Hilton as well as the Marriott. It is true that Tevan is only one investor, and there is no evidence about Tevan's intentions in buying strata units in the Hilton and Marriott. Thus, one cannot jump to the conclusion that Tevan alone represents the "reasonable investor". Nonetheless, the trial judge was required to consider this behaviour evidence as part of her determination of the substantial likelihood that a reasonable investor would have seen any conflict created by the Compensation Differences as significantly altering the total mix of information he or she had available.

(f) *Evidence of the Investor Committee Meetings*

[82] Finally, there was also relevant behaviour evidence concerning the Hilton Owners' investor committee meetings. Minutes of those meetings record questions raised by the Hilton Owners over concerns they had with the hotel. There is no indication in these Minutes that the Hilton Owners were concerned about the Compensation Differences prior to the filing of their statement of claim in June 2003. This lack of concern would suggest that the Compensation Differences were not material.

[83] In particular, VAC disclosed the existence of the guarantee in favour of the Marriott Owners

e) *Preuve relative au comportement de l'investisseur pleinement informé*

[81] Un autre élément de preuve que la juge de première instance aurait dû prendre en compte dans son analyse de la question de l'importance est le fait que Tevan Trading Ltd. (« Tevan ») (l'investisseur le plus important dans les unités du Hilton autre que la société mère du VAC) possédait des unités à la fois au Hilton et au Marriott. Tevan a acheté six unités du Hilton le 17 mars 1998, puis, le 23 mars de la même année, d'autres unités dans ce même hôtel ainsi que quatre unités du Marriott. Elle avait pu acheter ces quatre unités parce que certains acquéreurs d'unités de cet hôtel avaient annulé leur achat. Tevan devait connaître les différences de rémunération lorsqu'elle a investi dans le Hilton le 23 mars 1998, mais cela ne l'a pas empêchée d'investir dans cet hôtel ainsi que dans le Marriott. Il est vrai que Tevan n'est qu'un investisseur parmi d'autres, et aucune preuve n'explique pourquoi elle avait acheté des unités du Hilton et du Marriott. Il ne faut donc pas sauter à la conclusion qu'elle seule représente l'« investisseur raisonnable ». Néanmoins, la juge de première instance devait apprécier cette preuve du comportement de Tevan dans le cadre de son examen de la question de savoir s'il y avait une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait jugé que tout conflit engendré par les différences de rémunération modifiait de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition.

f) *Preuve relative aux réunions du comité des investisseurs*

[82] Enfin, il y avait aussi des éléments de preuve pertinents quant aux réunions du comité des investisseurs propriétaires d'unités du Hilton, dont les procès-verbaux font état des questions soulevées par ces derniers à propos de l'hôtel. Or, il ne ressort aucunement de ces procès-verbaux que les différences de rémunération les préoccupaient avant qu'ils ne déposent leur déclaration en juin 2003, ce qui donne à penser que ces différences n'étaient pas importantes.

[83] Le VAC a notamment révélé, à l'occasion de la réunion du 14 juin 2000 de ce comité, qu'une

at an investors committee meeting with the Hilton Owners on June 14, 2000. The timing of the disclosure of the differential management fee is not clear. While numerous concerns were raised by the investors during these meetings — ranging from concerns over pastry contracts to concerns over strata fees, advertising and the franchise agreement — none of the Minutes of any of the investor committee meetings subsequent to the June 14, 2000 disclosure record any questions that would evidence a concern over the guarantee.

[84] Under the guarantee, VAC sustained a liability of over \$13 million. The financial impact or incentive for VAC from the management fee differentials would have been considerably less. While the differential in management fees might be thought to support Sharbern's argument that it created an incentive for VAC to favour the Marriott, from the perspective of the Hilton Owners, the lower management fee payable would also have appeared favourable to them. Further, VAC manager Timothy Mashford, who was present during many of the investor committee meetings, testified that at no time did any of the investors express any concern that the Hilton, Marriott and Richmond Inn were being commonly managed by VAC.

[85] In sum, the evidence summarized in the preceding paragraphs should have been considered by the trial judge in applying the materiality standard to the facts of this case. Some of the evidence referred to above helps to place the omitted information in the factual context of the total mix of disclosed information, in order to evaluate whether the omitted information would have been considered important by reasonable investors in making their investment decisions. While not part of the total mix, the behaviour evidence of fully informed investors, either prior to making their investment decisions (e.g. the Tevan evidence) or subsequent to their investment (e.g. the investor committee meetings evidence), when they learned of the guarantee, was also relevant to the trial judge's determination

garantie avait été accordée aux propriétaires du Marriott. On ne sait trop à quel moment les différences entre les frais d'administration de l'un et l'autre hôtel ont été communiquées aux investisseurs. Ces derniers ont certes exprimé, à l'occasion de ces réunions, de nombreuses préoccupations à divers sujets — des contrats relatifs aux pâtisseries aux frais de condominium, en passant par la publicité et le contrat de franchise —, mais il n'en demeure pas moins qu'aucun des procès-verbaux des réunions postérieures à la communication du 14 juin 2000 ne fait état de préoccupations quelconques au sujet de la garantie.

[84] La garantie a fait subir au VAC des pertes s'élevant à plus de 13 millions de dollars. L'incidence financière ou l'incitatif financier résultant des différences entre les frais d'administration de l'un et l'autre hôtel aurait été, du point de vue du VAC, beaucoup moins important. Bien que l'on puisse croire que ces différences appuient la prétention de Sharbern qu'elles incitaient le VAC à favoriser le Marriott, des frais d'administration moins élevés devaient également sembler favorables aux propriétaires du Hilton. De plus, Timothy Mashford, administrateur du VAC qui a assisté à de nombreuses réunions du comité des investisseurs, a affirmé dans son témoignage que les investisseurs ne se sont jamais dits préoccupés du fait que le Hilton, le Marriott et le Richmond Inn étaient tous administrés par le VAC.

[85] En somme, la juge de première instance aurait dû tenir compte des éléments de preuve résumés dans les paragraphes précédents en appliquant la norme de l'importance aux faits de l'espèce. Certains des éléments susmentionnés permettent d'analyser les renseignements omis dans le contexte factuel de l'ensemble des renseignements communiqués, dans l'optique de savoir si l'investisseur raisonnable les aurait jugés importants dans sa prise de décision. Même si elle ne faisait pas partie de l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs, la preuve du comportement d'investisseurs pleinement informés — soit avant qu'ils ne prennent leur décision d'investir ou non des capitaux (p. ex. la preuve relative à Tevan), soit après en avoir investis (p. ex. la preuve se rapportant aux

of whether the reasonable investor would have considered the Compensation Differences material.

réunions du comité des investisseurs) — lorsqu'ils ont appris l'existence de la garantie, était également une preuve pertinente quant à l'examen, par la juge, de la question de savoir si l'investisseur raisonnable aurait estimé que les différences de rémunération étaient importantes.

(6) Sharbern's Burden of Proof

(6) Fardeau de preuve qui incombe à Sharbern

[86] For its part, Sharbern was not required to prove that investors would not have purchased the Hilton strata lots had they known about the Compensation Differences. However, Sharbern did have the burden of proving, on a balance of probabilities, the substantial likelihood that disclosure of the omitted information would have significantly altered the total mix of information made available to reasonable investors in the Hilton strata lots.

[86] Pour sa part, Sharbern n'était pas tenue de prouver que les investisseurs n'auraient pas acheté les unités du Hilton s'ils avaient connu les différences de rémunération. Elle devait cependant établir, selon la prépondérance des probabilités, l'existence d'une probabilité marquée que la communication des renseignements omis à l'investisseur raisonnable qui envisageait d'acquérir des unités du Hilton aurait, du point de vue de ce dernier, modifié de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition.

[87] To the extent it existed, in cases where common sense inferences are not sufficient, a plaintiff could lead the following types of evidence in the discharge of that burden:

[87] Une partie demanderesse peut, s'ils existent, soumettre les types d'éléments de preuve ci-après dans les cas où les inférences fondées sur le bon sens ne sont pas suffisantes :

- i. that potential investors who knew of the Compensation Differences declined to invest in Hilton strata lots or exhibited concern and doubts about the investment because of them;
- ii. that potential investors declined to invest in the Hilton strata lots because they found there was insufficient disclosure about the common management of the Hilton and Marriott hotels and the conflict of interest;
- iii. that once the Hilton Owners became aware of the Compensation Differences, they expressed significant concerns about them and challenged VAC's ability to properly manage the Hilton hotel in accordance with its contractual obligations;

- i. le fait que des investisseurs éventuels connaissant les différences de rémunération ont refusé d'acquérir des unités du Hilton ou ont, pour cette raison, exprimé des inquiétudes et des doutes quant au bien-fondé de l'investissement;
- ii. le fait que des investisseurs éventuels ont refusé d'acquérir des unités du Hilton parce que, selon eux, on ne leur avait pas communiqué suffisamment de renseignements quant à l'administration commune des hôtels Hilton et Marriott et au conflit d'intérêts;
- iii. le fait qu'après avoir été mis au courant des différences de rémunération, les propriétaires du Hilton ont affirmé que celles-ci les préoccupaient grandement et ont mis en doute la capacité du VAC d'administrer convenablement l'hôtel Hilton en conformité avec ses obligations contractuelles;

- iv. that VAC's marketing efforts and management of the hotel were not carried out diligently in good faith; and
- v. that VAC acted on the conflict of interest to the detriment of Hilton Owners.

Some of this evidence might have required expert evidence. However, if it existed, evidence could have been obtained through the pre-trial discovery process, including production of documents, or demonstrated at trial through the cross-examination of VAC's employees. The above list is not exhaustive, nor is a plaintiff required to lead all of the evidence on that list in order to prove materiality. Because the materiality determination is case-specific, the evidence that is required in any given case will vary with the circumstances.

[88] The only evidence adduced by Sharbern in relation to these types of considerations was evidence of a non-competition policy implemented by VAC in 2002 that provided that the Hilton, the Marriott and the Richmond Inn would not engage in price competition with respect to each other's top ten clients by undercutting room rates. Without deciding upon the merits or actual effect of the policy, the trial judge commented that because the Marriott had been in operation one year longer than the Hilton, it had a competitive advantage over the Hilton such that any agreement favouring the *status quo* was to the benefit of the Marriott. Sharbern alleged that the policy was detrimental to the Hilton hotel and therefore proved that VAC had used its position as a common manager to favour the Marriott hotel and, consequently, its own interests.

[89] As the non-competition policy was developed long after the time period of VAC's statutory disclosure obligations, I will concentrate my analysis of it on the alleged breaches of fiduciary duty. As discussed more fully below, in my view the materiality of the non-competition agreement was

- iv. le fait que le VAC n'a pas déployé de bonne foi des efforts diligents sur les plans du marketing et de l'administration de l'hôtel;
- v. le fait que le VAC a tiré avantage du conflit d'intérêts au détriment des propriétaires du Hilton.

Une preuve d'expert aurait peut-être été nécessaire pour étayer certains de ces éléments de preuve. Par ailleurs, des preuves auraient pu être obtenues, dans la mesure où elles existaient, dans le cadre du processus d'enquête préalable au procès, notamment par le biais de la production de documents, ou de contre-interrogatoires d'employés du VAC lors du procès. La liste qui précède n'est pas exhaustive, et le demandeur n'est pas tenu de produire tous les éléments de preuve qui y figurent afin d'établir l'importance. En effet, l'évaluation de l'importance étant propre à chaque affaire, les éléments de preuve nécessaires pour établir celle-ci varieront selon les circonstances.

[88] La seule preuve de ce type produite par Sharbern a été celle de l'existence d'une politique de non-concurrence en matière de fixation des prix mise en œuvre par le VAC en 2002 qui prévoyait que le Hilton, le Marriott et le Richmond Inn ne s'arracheraient pas leurs dix clients les plus importants respectivement en offrant des chambres à rabais. Sans se prononcer sur le bien-fondé ou sur l'effet même de la politique, la juge de première instance a affirmé que comme le Marriott avait ouvert ses portes un an avant le Hilton il possédait un avantage concurrentiel sur ce dernier, de sorte que toute entente favorisant le statu quo lui procurait forcément un avantage. Sharbern a prétendu que la politique nuisait au Hilton, et que cela prouvait donc que le VAC avait profité du fait qu'il administrait à la fois l'un et l'autre hôtel pour favoriser le Marriott et, par conséquent, ses propres intérêts.

[89] La politique de non-concurrence ayant été élaborée longtemps après l'époque à laquelle le VAC était tenu par la loi de communiquer certains renseignements, je l'analyserai principalement en me penchant sur les manquements allégués à l'obligation fiduciaire. Comme je l'expliquerai

not established on the evidence. The evidence was that the Marriott would match the Hilton's pricing in order to retain customers. It is indeed dubious that any hotel would sit idly by and watch its competitor take its customers through lower pricing in a poor market environment without taking steps to retain those customers. It is apparent that VAC saw price competition as merely resulting in an attrition of revenue for all three hotels and sought to prevent such a result. That could hardly be seen as prejudicial to the Hilton. Moreover, whether or not it could be viewed as material or as having an effect on the Hilton occupancy rates would have depended upon an assessment of how it compared with the other arrangements that existed between the hotels, such as evidence about the sharing or referral of Marriott customers to the Hilton and Richmond Inn. We do not have the benefit of such an assessment.

[90] Sharbern failed to adduce any other evidence to prove there was a substantial likelihood that disclosure of the Compensation Differences would have significantly altered the total mix of information that was made available to reasonable investors in the Hilton strata lots.

(7) Conclusions on Materiality

[91] In sum, the trial judge erred in law by treating this conflict of interest as inherently material, reversing the onus of proof of materiality, and failing to consider all of the evidence relevant to the determination of materiality. It also appears from the record before the trial court that no evidence was adduced by Sharbern which could reasonably have supported a finding that the Compensation Differences and any conflict of interest they created were material. Separating materiality from the conflict of interest analysis, applying the burden of proof appropriately and taking account of all relevant evidence, I am of the opinion that it has not been demonstrated that there was a substantial likelihood that disclosure of the Compensation

davantage plus loin, la preuve n'a pas établi l'importance de l'entente de non-concurrence. Selon la preuve, le Marriott entendait calquer ses prix sur ceux du Hilton afin de conserver sa clientèle. On peut en effet douter qu'un hôtel faisant affaire dans un marché difficile laisserait tout bonnement son concurrent s'emparer de ses clients en leur offrant des prix moins élevés sans prendre des mesures en vue de les conserver. De toute évidence, le VAC estimait que la concurrence par les prix ne ferait qu'engendrer une diminution des revenus des trois hôtels, résultat qu'il voulait empêcher. On peut difficilement concevoir que cela causait un préjudice au Hilton. En outre, pour décider si l'entente pouvait être considérée comme une mesure importante ou ayant un effet sur les taux d'occupation du Hilton, il aurait fallu la comparer aux autres ententes qu'il y avait entre les hôtels, telles des ententes sur le partage de la clientèle parmi les trois hôtels ou le transfert de clients du Marriott au Hilton et au Richmond Inn. Or, nous ne disposons pas d'une telle analyse.

[90] Sharbern n'a produit aucune autre preuve en vue d'établir l'existence d'une probabilité marquée que les différences de rémunération auraient amené l'investisseur raisonnable se proposant d'acquérir une unité du Hilton à considérer qu'elles modifiaient de manière significative les renseignements mis à sa disposition.

(7) Conclusions sur l'importance

[91] En résumé, la juge de première instance a commis trois erreurs de droit : elle a conclu que le conflit d'intérêts était, en soi, important, inversé le fardeau de la preuve sur la question de l'importance, et omis de considérer l'ensemble des éléments de preuve pertinents quant à cette question. Il ressort également du dossier soumis au tribunal de première instance que Sharbern n'a produit aucune preuve qui aurait pu raisonnablement étayer la conclusion que les différences de rémunération ainsi que tout conflit d'intérêts engendré par celles-ci étaient importants. Distinguant la question de l'importance de mon analyse se rapportant au conflit d'intérêts, appliquant correctement le fardeau de la preuve et prenant en compte

Differences would have assumed actual significance in a reasonable investor's investment decision.

B. *The Statutory Defence*

(1) The Legal Test

[92] Even if VAC were found to have made a "material false statement", s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act* provides VAC with a defence if it can prove that it "had reasonable grounds to believe and did, up to the time of the sale . . . believe that the statement was true". To rely on the defence, VAC had to show (1) that it subjectively believed the representations it made were true, and (2) that it objectively had "reasonable grounds" for such a belief. In considering the defence, the question is not whether VAC's conclusion itself was reasonable. Rather it is whether VAC subjectively believed its representations, and whether that belief had an objective basis in the sense that there were reasonable grounds for the belief.

[93] The statutory defence found in s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act* does not appear to have been considered by the trial judge. It is not mentioned by her at any point. At para. 323, Wedge J. reproduced portions of s. 75 of the *Real Estate Act*; however, she did not go so far as to reproduce the portion of s. 75 that contained the statutory defence. In addition, the common liability questions made no mention of the statutory defence.

[94] When a trial judge does not consider a statutory defence, an appellate court may do so or remit the defence to the trial court for its consideration (*Hollis v. Dow Corning Corp.*, [1995] 4 S.C.R. 634, at para. 33). In this case, it is both feasible on a practical level and in the interests of justice for this

l'ensemble des éléments de preuve pertinents, je conclus que l'existence d'une probabilité marquée que la communication des différences de rémunération auraient constitué un élément dont l'investisseur raisonnable aurait tenu compte dans sa prise de décision n'a pas été établie.

B. *Moyen de défense prévu par la Loi*

(1) Critère juridique

[92] Même si on concluait à l'existence d'une « déclaration erronée sur un point important », le sous-al. 75(2)(b)(viii) de la Loi permet au VAC d'invoquer un moyen de défense dans la mesure où il peut établir qu'il [TRADUCTION] « avait des motifs raisonnables de croire — et qu'[il] croyait effectivement — jusqu'au moment de la vente [. . .] que la déclaration était véridique ». Pour invoquer ce moyen de défense, le VAC devait donc démontrer (1) qu'il croyait subjectivement à la véracité des déclarations qu'il avait faites et (2) que cette croyance était objectivement fondée sur des « motifs raisonnables ». Pour déterminer le bien-fondé de ce moyen de défense, il ne faut pas se demander si la conclusion du VAC était raisonnable, mais plutôt s'il croyait subjectivement à la véracité de ses déclarations et si cette croyance reposait sur un fondement objectif en ce sens qu'elle était fondée sur des motifs raisonnables.

[93] La juge Wedge ne semble pas avoir tenu compte de ce moyen de défense, car elle n'en a fait aucune mention. Au paragraphe 323, elle a certes reproduit des extraits de l'art. 75 de la Loi, mais elle s'est gardée de reproduire le passage pertinent de l'article. Son analyse des questions relatives à la responsabilité conjointe n'y renvoie pas non plus.

[94] Dans le cas où le juge de première instance omet de tenir compte d'un moyen de défense prévu par la loi, la cour d'appel peut soit le faire elle-même, soit renvoyer l'affaire au tribunal de première instance afin de lui permettre de le faire (*Hollis c. Dow Corning Corp.*, [1995] 4 R.C.S. 634,

Court to make a fresh assessment of the evidence on the record with respect to the defence.

[95] In my opinion, even if VAC were shown to have made a material false statement, the statutory defence contained in s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act* would preclude VAC from being found liable under s. 75(2). As I will shortly explain, the evidence indicates that VAC subjectively believed, and objectively had reasonable grounds to believe, that it was making true statements when it did not disclose the details of the Compensation Differences and represented in the Hilton Disclosure Statement: (i) that it had entered into agreements with the Marriott that were “similar in form and substance” to those governing the Hilton (art. 4.9(i)); and (ii) that it was “not aware of any existing or potential conflicts of interest . . . that could reasonably be expected to materially affect the purchaser’s investment decision” (art. 4.11).

[96] The evidence establishing the subjective and objective components of the defence is evidence of (i) common industry practices and (ii) VAC’s limited practical means and incentives to prefer the Marriott. Significantly, Sharbern did not draw this Court’s attention to any evidence that would negate the defence.

(2) Common Industry Practice Evidence

[97] The Hilton Disclosure Statement disclosed that VAC’s parent company, Larco Investments, itself or through its subsidiaries, concurrently owned or managed a Delta and a Ramada hotel in Vancouver, a Holiday Inn at Whistler, a Delta and a Radisson hotel in Toronto and other hotels across Canada. As noted by the Court of Appeal, “VAC relied on the extensive factual and expert evidence it adduced concerning actual and industry practice in the management of multiple hotels by a single

par. 33). En l’espèce, il serait à la fois possible sur le plan pratique et dans l’intérêt de la justice que la Cour examine à son tour la preuve au dossier se rapportant à ce moyen de défense.

[95] Selon moi, même s’il était établi que le VAC a fait une déclaration erronée sur un point important, ce moyen de défense empêcherait que sa responsabilité ne soit par ailleurs engagée en application du par. 75(2) de la Loi. Comme je l’expliquerai ci-après, il ressort de la preuve que le VAC croyait subjectivement à la véracité de ses déclarations et que cette croyance était objectivement fondée sur des motifs raisonnables quand il a omis d’exposer en détail les différences de rémunération dans le document du Hilton et y avait déclaré (i) que les ententes qu’il avait conclues avec le Marriott étaient [TRADUCTION] « similaires [. . .] sur la forme et sur le fond » à celles intervenues à l’égard du Hilton (par. 4.9i) et (ii) que, selon lui, « il n’existe actuellement aucun conflit d’intérêts — ni aucune possibilité d’un tel conflit — [. . .] dont on pourrait raisonnablement s’attendre qu’il ait une incidence importante sur la décision de l’éventuel acheteur d’investir ou non des capitaux » (art. 4.11).

[96] Pour établir les éléments subjectif et objectif du moyen de défense, le VAC a fait la preuve (i) de la pratique au sein de l’industrie, d’une part, et (ii) du fait qu’il disposait de peu de moyens pour favoriser le Marriott au détriment du Hilton et qu’il avait peu d’intérêt à le faire, d’autre part. Fait important à signaler, Sharbern n’a pas attiré l’attention de la Cour sur une preuve quelconque tendant à réfuter le moyen de défense.

(2) Pratique au sein de l’industrie

[97] Selon le document du Hilton, Larco Investments, société mère du VAC, possédait ou administrait elle-même ou par l’entremise de ses filiales à la fois un hôtel Delta et un Ramada à Vancouver, un Holiday Inn à Whistler, un Delta et un Radisson à Toronto et d’autres hôtels ailleurs au Canada. Comme l’a souligné la Cour d’appel, [TRADUCTION] « [L]e VAC a produit une preuve factuelle et une preuve d’expert abondantes sur la pratique au sein de l’industrie dans

entity. There was no evidence to the contrary and no evidence objectively to support the conclusion a reasonable investor would be concerned about the details of the financial arrangements” (para. 76).

[98] Wedge J. rejected VAC’s industry practice evidence finding it of “little probative value” in relation to whether it proved that a conflict of interest existed in the common management of the Hilton and the Marriott (para. 296). This finding was based on her view that

there was no evidence offered by VAC (or its experts) as to whether those properties were in the same competitive set, whether the management fee or other financial arrangements governing the properties were the same, whether those details were disclosed to the owners, or, most importantly, whether there were representations to investors concerning potential or actual conflicts of interest as a result of common management. [*ibid.*]

However, as I will now explain, I am of the opinion that Wedge J. erred in law when she said that there was “no evidence”, as there was evidence. Further, while proving the lack of a material conflict of interest in one common management scenario may be of little help in proving or disproving the existence of a material conflict of interest in another, evidence that hotel managers routinely act for competing hotels would be relevant to the question of whether resulting conflicts of interest are generally seen as material.

[99] VAC adduced evidence that it was a common industry practice for different hotels to be commonly managed in the same market, with different management contracts and financial arrangements for each hotel, and with different owners who were not aware of the terms of the contract with the other hotels. VAC’s witnesses, including Joann Pfeifer, testified that they believed that common management would be an advantage allowing the participating hotels to maximize profits. Joel Rosen,

les cas où une seule entité administre plusieurs hôtels. Aucune preuve contraire n’a été présentée et aucun élément de preuve objectif ne permettait de conclure que l’investisseur raisonnable se serait soucié des modalités des ententes financières » (par. 76).

[98] La juge Wedge a rejeté la preuve soumise par le VAC quant à la pratique au sein de l’industrie, soulignant qu’elle avait [TRADUCTION] « peu de valeur probante » pour décider si l’administration commune du Hilton et du Marriott engendrait un conflit d’intérêts (par. 296). Elle en est venue à cette conclusion car, selon elle,

[TRADUCTION] ni le VAC (ni ses experts) n’ont présenté de preuve sur les questions de savoir si les propriétés en cause faisaient partie du même ensemble concurrentiel, si les frais d’administration ou les autres ententes financières auxquelles elles étaient assujetties étaient les mêmes, si ces détails avaient été communiqués aux propriétaires, et, surtout, si les investisseurs avaient été informés du fait que l’administration commune des hôtels engendrait des conflits d’intérêts ou était susceptible de le faire. [*ibid.*]

Toutefois, je suis d’avis que l’affirmation de la juge Wedge qu’aucune preuve n’a été produite constituait une erreur de droit, car il y avait de la preuve. En outre, la preuve que l’administration commune de certains établissements n’engendre aucun conflit d’intérêts important peut ne pas être en soi très utile pour établir ou réfuter l’existence d’un tel conflit dans un autre contexte, mais la preuve qu’on permet souvent à des administrateurs d’hôtel de travailler pour des concurrents est, quant à elle, pertinente pour décider si les conflits d’intérêts engendrés par de telles situations sont, de façon générale, considérés importants.

[99] Le VAC a présenté une preuve établissant qu’il arrive souvent, au sein de l’industrie, que divers hôtels faisant partie du même marché et l’objet de contrats d’administration et d’ententes financières qui leur sont propres soient néanmoins administrés en commun pour le compte de propriétaires distincts qui ignorent les modalités des contrats conclus à l’égard des hôtels autres que les leurs. Or, les témoins du VAC, notamment Joann Pfeifer, ont affirmé qu’ils croyaient que l’administration

who was qualified as an expert in the hotel consulting field, testified that it was a common practice in the hotel industry for the same manager to commonly manage competing hotels in the same market and that this practice had “been the case for many years” (R.R., vol. 6, at p. 1159). In his expert report, Mr. Rosen opined that “a hotel management company operating multiple competing properties in a market is not uncommon” (R.R., vol. 30, at p. 6006). By way of example he discussed certain luxury hotels in various cities in the United States, remarking that

the management contracts may be the same or different in each city, depending on the negotiations at the time the contracts were determined. The fees may differ, the calculation of the incentive fee may differ, the termination clause may differ, etc. The contracts do not mirror each other at all in each city and in fact the owner of one hotel would not know the terms of the contract at the other hotel in their city.

(*Ibid.* (emphasis added))

[100] VAC also adduced evidence of the perspective and experience of its principals and senior managers. VAC’s sole director and officer, Amin Lalji, when asked about separately owned, commonly managed hotels, testified that “there were plenty of examples prevailing in the market where this is a common practice of most hotel companies, where they would be managing hotels for different ownership structures” (R.R., vol. 8, at p. 1478). Lalji then cited examples in the B.C. market in which there was common management of competing hotels. Similarly, a senior manager hired by Lalji, Joann Pfeifer, testified that some of the Delta hotels in Vancouver were managed by the same company, with different owners, and with different compensation structures in place for the manager.

commune des hôtels permettrait à ces derniers de maximiser leurs profits. Joel Rosen, reconnu en tant qu’expert-conseil au sein de l’industrie hôtelière, a témoigné qu’il arrivait souvent que le même administrateur s’occupe en même temps d’hôtels se faisant concurrence au sein du même marché, et que cette pratique [TRADUCTION] « avait cours depuis de nombreuses années » (d.i., vol. 6, p. 1159). Dans son rapport d’expert, il a opiné qu’[TRADUCTION] « il n’est pas rare qu’une société d’administration hôtelière exploite de nombreux établissements hôteliers se faisant concurrence au sein du même marché » (d.i., vol. 30, p. 6006). À titre d’exemple, il a fait mention de certains hôtels de luxe dans diverses villes américaines, déclarant ce qui suit :

[TRADUCTION] . . . les contrats d’administration peuvent être identiques dans chaque ville ou bien ils peuvent différer, selon les négociations qui ont mené à leur conclusion. Il se peut que les frais diffèrent, de même que le calcul des primes de performance, les clauses de résiliation, etc. Les contrats ne sont pas du tout identiques dans chaque ville; de fait, le propriétaire d’un hôtel donné ignore les modalités du contrat conclu quant à l’autre hôtel dans la même ville.

(*Ibid.* (je souligne))

[100] Le VAC a également produit de la preuve faisant état des points de vue et de l’expérience de ses dirigeants et cadres supérieurs. Interrogé au sujet des hôtels appartenant à des propriétaires distincts mais faisant l’objet d’une administration commune, le seul administrateur et dirigeant du VAC, Amin Lalji, a témoigné que [TRADUCTION] « de nombreux exemples au sein du marché montrent que la plupart des sociétés hôtelières s’adonnent à la pratique qui consiste à administrer plusieurs hôtels pour le compte de propriétaires distincts » (d.i., vol. 8, p. 1478). Il a ensuite donné des exemples d’administration commune d’hôtels se faisant concurrence en Colombie-Britannique. Dans le même ordre d’idée, Joann Pfeifer, cadre supérieur du VAC embauché par M. Lalji, a affirmé dans son témoignage qu’un certain nombre d’hôtels de la chaîne Delta à Vancouver étaient administrés par une seule société même s’ils appartenaient à des propriétaires distincts et que leurs administrateurs respectifs bénéficiaient de structures de rémunération qui leur étaient propres.

[101] The evidence is that it was a common industry practice for different competing hotels to be commonly managed with the different owners not being aware of the terms of the contracts at each hotel. From this evidence, it can be inferred that VAC had both a subjective and objective basis for concluding that a reference to the Compensation Differences in the Hilton Disclosure Statement was neither expected nor required.

(3) Evidence of Limited Practical Means and Incentives to Prefer

[102] The evidence of VAC's limited practical means and incentives to prefer the Marriott over the Hilton (which I summarized above) is also relevant to determining whether the subjective and objective components of the statutory defence have been established. For example, evidence, provided on the details of industry and client practices that would have affected comparative occupancy rates and limited VAC's ability to induce Hilton clients to switch to the Marriott, is relevant to whether there was an objective basis for VAC's belief that the Compensation Differences were not material. Evidence was adduced that relative hotel occupancy was affected to a large degree by independent factors such as international or national marketing.

[103] With respect to the hotel business that was generated locally, the trial judge observed that much was won through a formal request-for-proposal process from corporate clients. The manner in which VAC participated in this formal request-for-proposal process would have been subject to VAC's contractual obligations under the Hotel Asset Management Agreement to manage the Hilton in a commercially reasonable manner. To avoid liability for breach of contract, VAC would have no room under the formal request-for-proposal process to market the hotels in a manner

[101] La preuve révèle qu'il arrive souvent, au sein de l'industrie, que divers hôtels se faisant concurrence soient néanmoins administrés en commun pour le compte de propriétaires distincts qui ignorent les modalités des contrats conclus à l'égard des hôtels autres que les leurs. Cette preuve permet d'inférer que le VAC était fondé à conclure, à la fois sur les plans subjectif et objectif, qu'on ne s'attendait pas de lui à ce qu'il fasse mention des différences de rémunération dans le document du Hilton et qu'il n'était pas tenu de le faire.

(3) Paucité des moyens pour favoriser le Marriott et faible intérêt à le faire

[102] La preuve du peu de moyens dont disposait le VAC pour favoriser le Marriott au détriment du Hilton et du peu d'intérêt qu'il avait à le faire (que j'ai déjà résumée) est également pertinente quant à savoir si les éléments subjectif et objectif du moyen de défense prévu par la Loi ont été établis. Par exemple, la preuve qui décrivait les détails des pratiques au sein de l'industrie, notamment celles que les hôtels suivaient en matière de relations avec leurs clients, qui pouvaient, d'une part, avoir une incidence sur les taux d'occupation et, d'autre part, limiter la capacité du VAC d'inciter les clients du Hilton à aller au Marriott, est pertinente s'agissant de savoir s'il existait un fondement objectif à la croyance du VAC que les différences de rémunération n'étaient pas importantes. Il a été mis en preuve que les taux d'occupation des hôtels étaient dans une large mesure fonction de facteurs indépendants tels les efforts de promotion sur les plans national et international.

[103] Pour ce qui est de la clientèle obtenue sur le plan local, la juge de première instance a souligné qu'elle résultait en grande partie d'un processus formel de demandes de propositions provenant d'entreprises. Or, le VAC ne pouvait prendre part à ce processus qu'en conformité avec ses obligations contractuelles aux termes de l'entente sur l'administration des biens du Hilton, qui prévoyait qu'il administrerait le Hilton de façon raisonnable sur le plan commercial. Pour éviter que sa responsabilité ne soit engagée pour rupture de contrat, le VAC ne pouvait d'aucune façon, dans le cadre de ce

that favoured the Marriott over the Hilton. Thus, there was an objective basis for VAC believing that, even if the Compensation Differences created an incentive to favour the Marriott, it could not have materially affected the relative occupancy rates of the Hilton or the Marriott had it tried to do so.

[104] Evidence of VAC's knowledge and motivations would also be relevant to the inquiry. Such evidence included testimony provided by VAC's senior manager that she could not have retained managers for the Hilton and the Marriott if these managers had been directed to favour one hotel over the other. One of VAC's principals also testified that neither Larco Investments nor VAC would have risked their reputations by engaging in preferential conduct.

[105] Further, evidence about the sharing of common resources and expenses between the Marriott, the Richmond Inn and the Hilton, such as joint contracts for airport shuttle bus service, airline crew transportation, dry cleaning, hotel laundry and armoured car pickup, and shared personnel such as a chief engineer, executive housekeeper and payroll assistant, substantiates VAC's belief that the Hilton would derive benefits from the common management arrangement. In my opinion, the efficiencies of shared services and the potential for business referrals could reasonably have factored into VAC's assessment of whether the Compensation Differences were material.

[106] According to s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act*, the relevant time period to assess VAC's beliefs is "up to the time of the sale". When the lots were being marketed, occupancy rates were expected to remain high. The evidence was that VAC would not have been concerned at that stage

processus, faire la promotion des hôtels de manière à favoriser le Marriott au détriment du Hilton. Par conséquent, le VAC avait des raisons objectives de croire que, même si les différences de rémunération incitaient à favoriser le Marriott, il n'aurait pas pu, et ce même s'il avait tenté de le faire, influencer de façon appréciable les taux d'occupation relatifs du Hilton et du Marriott.

[104] Par ailleurs, les éléments de preuve établissant ce que le VAC savait et ce qui motivait ses décisions étaient aussi utiles à l'enquête. Ils comprenaient le témoignage d'un cadre supérieur du VAC, qui a affirmé qu'elle n'aurait pas pu retenir les services d'administrateurs tenus de favoriser un hôtel au détriment de l'autre. En outre, l'un des dirigeants du VAC a dit dans son témoignage que ni Larco Investments, ni le VAC n'aurait mis sa réputation en péril en favorisant un hôtel au détriment de l'autre.

[105] De plus, la preuve relative au fait que le Marriott, le Richmond Inn et le Hilton se partageaient ressources et dépenses, par exemple en concluant des contrats en commun afin d'offrir un service navette entre les hôtels et l'aéroport, un service de transport des membres d'équipage, des services de nettoyage à sec et de buanderie, et un service de transport par véhicules blindés, et en se dotant d'un personnel conjoint auquel certaines fonctions comme celles d'ingénieur en chef, de chef des services ménagers et de commis de paye étaient confiées, étaye la croyance du VAC que le Hilton tirait avantage de l'administration commune des hôtels. Selon moi, il est raisonnable de penser que les économies que permettaient de réaliser la mise en commun de ces services et la possibilité de transférer une part de clientèle d'un hôtel à l'autre ont pu avoir une incidence sur l'appréciation du VAC de l'importance des différences de rémunération.

[106] Selon le sous-al. 75(2)(b)(viii) de la Loi, il faut apprécier les croyances qu'avait le VAC [TRADUCTION] « jusqu'au moment de la vente ». À l'époque où les unités ont été mises en vente, on s'attendait à ce que les taux d'occupation demeurent élevés. Il ressort de la preuve que le VAC ne

about liability from the guarantee of gross revenues given to Marriott Owners, especially given that, on the evidence, it had intended to make the same offer to Hilton Owners until dissuaded by legal advisors. Similarly, it had reduced the management fee payable by Hilton Owners, not to provide a benefit to itself or an advantage to Marriott Owners, but in order to give increased revenues to Hilton Owners.

[107] In my view, the evidence supports the claim that VAC subjectively believed and had a reasonable basis for believing that the financial arrangements for the two developments were similar, despite the differences in detail. It is no coincidence that Sharbern's action against VAC focussed mainly on the claims of negligent misrepresentation and fraud in relation to the financial projections. Occupancy rates and how they might be influenced by the Compensation Differences only seemed important in hindsight, with the change in economic conditions, 9/11, the SARS crisis, and the increased supply of hotel rooms in Richmond.

[108] The evidence adduced by VAC proves, on a balance of probabilities, that VAC subjectively believed and had reasonable grounds for believing that the Compensation Differences would not materially affect a purchaser's investment decision, that its agreements with the Marriott Owners were similar to its agreements with the Hilton Owners, and that the representations it made in the Hilton Disclosure Statement were true.

(4) No Evidence to Negate the Defence

[109] Sharbern did not direct this Court to any evidence to the contrary or to specific passages

se serait alors pas préoccupé du fait que sa responsabilité pouvait être engagée en raison de la garantie de rendement brut accordée aux propriétaires du Marriott, surtout compte tenu du fait que, toujours selon la preuve, il comptait faire la même offre aux propriétaires du Hilton jusqu'à ce que ses conseillers juridiques l'en dissuadent. Dans le même ordre d'idée, il avait diminué les frais d'administration imposés aux propriétaires du Hilton, non pas dans le but de se procurer un avantage ou de favoriser les propriétaires du Marriott, mais plutôt afin de faire augmenter les revenus des propriétaires du Hilton.

[107] Selon moi, la preuve étaye la prétention du VAC qu'il croyait subjectivement, sur la base de motifs raisonnables, que les ententes financières relatives à l'un et l'autre projet étaient similaires malgré les différences mineures qu'elles présentaient. Ce n'est pas par hasard que l'action de Sharbern contre le VAC était principalement fondée sur des allégations de déclarations inexactes faites par négligence et de fraude concernant les projections financières. Les taux d'occupation et l'incidence que les différences de rémunération ont pu avoir sur ceux-ci ne semblent importants qu'avec le recul, au vu du changement de conjoncture économique, des attentats du 11 septembre 2001, de la crise du SRAS et de l'augmentation du nombre de chambres d'hôtel à Richmond.

[108] La preuve produite par le VAC démontre, selon la prépondérance des probabilités, qu'il croyait subjectivement, sur la base de motifs raisonnables, que les différences de rémunération n'auraient eu aucune incidence importante sur la décision de tout acheteur éventuel d'investir ou non des capitaux, que ses ententes avec les propriétaires du Marriott étaient semblables à celles qu'il avait conclues avec les propriétaires du Hilton, et que ses déclarations dans le document du Hilton étaient véridiques.

(4) Absence de preuve écartant le moyen de défense

[109] Sharbern n'a attiré l'attention de la Cour sur aucune preuve ni aucun passage précis des motifs

in the reasons of the trial judge that would have negated the defence established by VAC's evidence. During oral argument, when asked if there was a specific passage in the trial judge's reasoning that negated the defence, Sharbern's counsel observed that there was "not a specific passage" but rather that "the burden of [the trial judge's] reasoning as a whole" was responsive to the question of the defence (transcript, at p. 9). Counsel also asserted that "it would be obvious in the circumstances" (*ibid.*, at pp. 8-9). With respect, it is not obvious, particularly in light of the evidence led by VAC showing that the subjective and objective components of the defence had been established.

[110] A finding of fraud at trial would have contradicted the conclusion drawn from the evidence that VAC subjectively believed the truth of its representations. There was no such finding. Similarly, a finding that VAC negligently misrepresented the absence of a potential or actual conflict of interest in the Hilton Disclosure Statement could preclude VAC from proving that there were reasonable grounds for its belief in the truth of its representations, and prevent it from establishing the objective basis of its statutory defence. However, as I will set out more fully below, in my view the trial judge did not consider all of the elements necessary to establish negligent misrepresentation.

[111] As a result, even if VAC were found to have made material false statements, VAC cannot be held liable under s. 75 of the *Real Estate Act* because the evidence establishes that the statutory defence found in s. 75(2)(b)(viii) applies.

C. Deemed Reliance

[112] A final issue with respect to VAC's potential liability under the *Real Estate Act* is whether the deemed reliance provided for under the statute

de la juge de première instance pour écarter le moyen de défense établi par la preuve du VAC. Au stade des plaidoiries, l'avocat de Sharbern a dit, en réponse à la question de savoir si un passage précis du raisonnement de la juge permettrait d'écarter le moyen de défense, qu'il [TRADUCTION] « n'y avait aucun passage précis », mais que « l'essentiel du raisonnement [de la juge de première instance], dans son ensemble » suffisait à répondre à la question (transcription, p. 9). Il a également affirmé que « cela ressortait manifestement des circonstances » (*ibid.*, p. 8-9). En toute déférence, je suis en désaccord avec cette affirmation, surtout au vu de la preuve produite par le VAC établissant que les éléments subjectif et objectif du moyen de défense avaient été établis.

[110] En concluant à la fraude, la juge aurait contredit la conclusion qu'il ressortait de la preuve que le VAC croyait subjectivement à la véracité de ses déclarations. Or, elle n'a pas tiré une telle conclusion. Dans le même ordre d'idée, conclure que le VAC a fait preuve de négligence dans le document du Hilton en faisant des déclarations inexactes quant à l'absence de tout conflit d'intérêts — ou de toute possibilité d'un tel conflit — aurait pu l'empêcher de prouver que sa croyance à la véracité de ses déclarations était fondée sur des motifs raisonnables, et d'établir l'élément objectif du moyen de défense que la Loi lui permettait d'invoquer. Toutefois, comme je vais l'expliquer plus en détail ci-après, j'estime que la juge n'a pas tenu compte de tous les éléments nécessaires afin d'établir que le VAC a fait des déclarations inexactes par négligence.

[111] Par conséquent, même si on concluait que le VAC a fait des déclarations erronées sur des points importants, sa responsabilité ne saurait être engagée en application de l'art. 75 de la Loi, car il ressort de la preuve qu'il pouvait invoquer le moyen de défense qui est prévu au sous-al. 75(2)(b)(viii).

C. Présomption légale

[112] La dernière question que soulève l'analyse de la responsabilité légale du VAC est de savoir si la présomption légale est réfutable par une preuve

is rebuttable when the contrary is proved, with evidence, on a balance of probabilities. Section 75(2)(a) of the *Real Estate Act* provides that every purchaser of any part of land to which a prospectus relates “is deemed to have relied on the representations made in the prospectus whether the purchaser has received the prospectus or not”. Given my conclusion that VAC cannot be held liable for making material false statements under the *Real Estate Act*, it is not strictly necessary to consider whether the deemed reliance provided under that Act is rebuttable. The issue is even less germane given the subsequent repeal of the *Real Estate Act*. Nevertheless, as both parties argued the issue on appeal, I will briefly comment on the matter.

[113] The trial judge found that deemed reliance is not rebuttable. She concluded that the purpose of the *Real Estate Act* was to “protect the investing public” (para. 333). She wrote that it would “undermine the purpose of the legislation” to allow a developer to attempt to rebut the presumption and “direct the focus of the inquiry to what the investor knew rather than what the developer failed to disclose” (*ibid.*). The Court of Appeal came to the opposite conclusion. It found that deemed reliance is rebuttable because the language used in s. 75 did not expressly create a non-rebuttable presumption.

[114] The *Real Estate Act* used the words “deemed to have relied”. In *St. Peter’s Evangelical Lutheran Church v. Ottawa*, [1982] 2 S.C.R. 616, at p. 629, the majority of this Court wrote that “the words ‘deemed’ or ‘deeming’ do not always import a conclusive deeming into a statutory scheme” and that “[t]he word must be construed in the entire context of the statute concerned.”

[115] Sharbern submits that the broad purpose of the *Real Estate Act* is to protect investors, and that investors are best protected when they do not have to prove reliance. It argues that conclusive deeming strengthens an investor’s civil right of action, particularly when a class action is involved, and makes it more likely that a wronged investor will prosecute his or her claim without having to focus on what was read or understood by the investor or what motivated the investor to invest. Sharbern

établissant le contraire selon la prépondérance des probabilités. Selon l’al. 75(2)a) de la Loi, l’acquéreur d’une partie du terrain visé par le prospectus [TRADUCTION] « est réputé s’être fié aux déclarations qui y sont faites, qu’il ait reçu le prospectus ou non ». Or, compte tenu de ma conclusion que la responsabilité du VAC pour déclaration erronée sur un point important ne peut être engagée sous le régime de la Loi, il n’est pas absolument nécessaire de trancher cette question, qui, de toute façon, n’est plus vraiment pertinente vu l’abrogation subséquente de la Loi. Néanmoins, comme les parties en ont débattu en appel, je formulerai de brefs commentaires à ce sujet.

[113] La juge de première instance a conclu que cette présomption était irréfutable. Selon elle, la Loi visait à [TRADUCTION] « protéger les membres du public qui font des investissements » (par. 333). Elle a écrit que permettre au promoteur de tenter de réfuter la présomption et de « faire porter l’enquête sur ce que l’investisseur savait plutôt que ce que le promoteur avait omis de communiquer » aurait pour effet de « miner l’objet de la Loi » (*ibid.*). La Cour d’appel a conclu le contraire en se fondant sur le libellé de l’art. 75, qui n’établissait pas expressément une présomption irréfutable.

[114] La Loi utilise les termes « est réputé s’être fié ». Dans l’arrêt *Église luthérienne évangélique St. Peter c. Ottawa*, [1982] 2 R.C.S. 616, les juges majoritaires de la Cour ont écrit, à la p. 629, que « les termes “réputé” ou “présomption” n’indiquent pas toujours une présomption décisive dans un texte législatif » et que « [l]e terme doit être interprété en fonction de tout le contexte de la loi envisagée. »

[115] Sharbern fait valoir que l’objet général de la Loi est de protéger l’investisseur; elle avance aussi que la meilleure façon de le protéger est de ne pas le forcer à établir qu’il s’est fié aux déclarations qui lui ont été faites. Selon elle, une présomption décisive renforce le droit de l’investisseur d’intenter une action civile, notamment un recours collectif, et rend plus probable l’introduction d’une action par l’investisseur lésé sans qu’il n’ait à exposer ce qu’il a lu ou compris, ou ce qui le poussait à faire

also contends that textual considerations, like the structure of s. 75, suggest the deemed reliance is not rebuttable.

[116] I do not accept Sharbern's argument that the purpose of the *Real Estate Act* would be undermined by allowing deemed reliance to be rebutted. The successor legislation to the *Real Estate Act*, the *Real Estate Development Marketing Act*, S.B.C. 2004, c. 41, allows for the deemed reliance provided in s. 22(3) of that Act to be rebutted under s. 22(5) when it can be proven that "the purchaser had knowledge of the misrepresentation at the time at which the purchaser received the disclosure statement". The related *Securities Act* also provides at s. 131 for rebuttable deemed reliance on misrepresentations in a prospectus. The existence of rebuttable presumptions under this successor and related legislation suggests that such presumptions accord with the investor protection purposes of those Acts.

[117] I acknowledge that the *Real Estate Act*, unlike the successor and related legislation, did not expressly provide for a rebuttable presumption. Nonetheless, as *St. Peter's* indicates, the use of the word "deemed" does not always result in a conclusive, non-rebuttable presumption. It is the purpose of the statute that must be examined in order to determine if the presumption is rebuttable. The successor and related legislation in this case can assist with interpreting the purpose of deemed reliance in the *Real Estate Act*. Lord Mansfield explained this principle in *R. v. Loxdale* (1758), 1 Burr. 445, 97 E.R. 394, observing that "[w]here there are different statutes in pari materia though made at different times, or even expired, . . . they shall be taken and construed together . . . and as explanatory of each other" (p. 395). Estey J. provided a more modern explanation of this principle, and explained how "sometimes assistance in determining the meaning of [a] statute can be drawn from similar or comparable legislation within the jurisdiction or elsewhere" (*Nova, an Alberta Corp. v. Amoco Canada Petroleum Co.*, [1981] 2 S.C.R. 437, at p. 448).

un investissement. Sharbern prétend également que certaines considérations relatives au texte, notamment la structure de l'art. 75, donnent à penser que la présomption qui y est prévue n'est pas réfutable.

[116] Je n'accepte pas l'argument de Sharbern que le fait de permettre de réfuter cette présomption minerait l'objet de la Loi. La *Real Estate Development Marketing Act*, S.B.C. 2004, ch. 41 (la « nouvelle loi »), qui a remplacé la Loi, prévoit à son par. 22(5) qu'on peut réfuter la présomption qui figure à son par. 22(3) en établissant que [TRADUCTION] « l'acheteur savait, au moment où il a reçu le document d'information, que des déclarations inexactes lui avaient été faites ». De la même façon, l'art. 131 de la *Securities Act* prévoit que la présomption selon laquelle l'acheteur est réputé s'être fié aux déclarations inexactes faites dans le prospectus est réfutable. L'existence de présomptions réfutables dans la nouvelle loi et les lois connexes donne à penser que ces présomptions s'accordent avec l'objectif de protection des investisseurs visé par ces lois.

[117] Je reconnais que la Loi, à la différence de la nouvelle loi et des lois connexes, ne prévoyait pas expressément une présomption réfutable. Néanmoins, comme l'indique l'arrêt *St. Peter*, l'utilisation du mot « réputé » ne crée pas toujours une présomption décisive et irréfutable. C'est l'objet de la loi qu'il faut examiner pour savoir si la présomption est réfutable. En l'espèce, la nouvelle loi et les lois connexes peuvent être utiles pour interpréter l'objet de la présomption légale. Le lord Mansfield a expliqué ce principe dans *R. c. Loxdale* (1758), 1 Burr. 445, 97 E.R. 394, où il a souligné que [TRADUCTION] « [l]es lois différentes qui portent sur la même matière mais qui ont été adoptées à des époques différentes, voire qui n'existent plus, [. . .] s'interprètent ensemble [. . .] les unes expliquant les autres » (p. 395). Le juge Estey a formulé une explication plus moderne de ce principe : « . . . il est parfois utile pour déterminer le sens d'une loi d'avoir recours à une loi semblable ou comparable du même gouvernement ou d'un autre gouvernement » (*Nova, an Alberta Corp. c. Amoco Canada Petroleum Co.*, [1981] 2 R.C.S. 437, p. 448).

[118] As I have discussed above, disclosure is a matter of legislative policy that involves “[b]alancing the needs of the investor community against the burden imposed on issuers” (*Kerr*, at para. 5). A non-rebuttable presumption could interfere with this balancing and would not serve the statutory purpose behind legislated disclosure obligations. For example, a non-rebuttable presumption would allow an investor to claim reliance on a misrepresentation, even if the investor was fully informed and had complete knowledge of all the facts. In doing so, the issuer would be held liable for a misrepresentation of which the investor was fully aware. This would be an absurd and unjust result, which would place issuers into the position of having to guarantee the losses of fully informed investors. The purpose of the disclosure obligation is to balance the amount of disclosure made, not to place VAC into the role of insurer for Sharbern and the other Hilton Owners.

[119] Given that similar statutes expressly allow deemed reliance to be rebutted, the legislature does not view rebuttable presumptions to be contrary to investor protection. Further, a non-rebuttable presumption could be contrary to the legislative balancing that underlies the disclosure requirements in the *Real Estate Act* and would result in absurd and unjust results. I would therefore conclude that the presumption of deemed reliance under the *Real Estate Act* was rebuttable when it could be proven, on a balance of probabilities, that the investor had knowledge of the misrepresented or omitted facts or information at the time the investor made the purchase.

D. Common Law Negligent Misrepresentation

[120] In addition to its claim under s. 75 of the *Real Estate Act*, Sharbern alleges that VAC is liable for the tort of negligent misrepresentation. The trial judge did not distinguish between the common law and statutory causes of action in her reasons, and they were not distinguished in the list of common issues on liability. Nonetheless, I proceed on the

[118] Comme je l’ai déjà expliqué, la communication obligatoire de renseignements est une question de politique législative nécessitant que soient « [mis] en équilibre les besoins du milieu des investisseurs et le fardeau incombant aux émetteurs » (*Kerr*, par. 5). Or, l’imposition d’une présomption irréfutable pourrait nuire à cet équilibre, et elle ne contribuerait pas à l’atteinte de l’objectif qui sous-tend les obligations légales en matière de communication. Une telle présomption permettrait par exemple à l’investisseur de prétendre s’être fié à une déclaration inexacte, et ce même s’il était pleinement informé et connaissait à fond l’ensemble des faits. L’émetteur verrait alors sa responsabilité engagée au motif qu’il avait fait une déclaration inexacte même si l’investisseur savait très bien qu’il ne devait pas s’y fier. Ce résultat absurde et injuste rendrait l’émetteur responsable des pertes de l’investisseur pleinement informé. L’objectif de l’obligation de communication visait à établir un équilibre et non à imposer au VAC le rôle d’assureur de Sharbern et des autres propriétaires du Hilton.

[119] Le fait que des lois similaires prévoient expressément qu’une telle présomption est réfutable donne à penser que la législature ne considère pas que les présomptions réfutables vont à l’encontre de la protection des investisseurs. De plus, l’imposition d’une présomption irréfutable pourrait nuire à l’équilibre que la Loi établit en matière de communication de renseignements, et elle engendrerait des résultats absurdes et injustes. Je conclus donc que la présomption légale était réfutable par le biais d’une preuve établissant, selon la prépondérance des probabilités, que l’investisseur était au courant des déclarations inexactes ou des omissions au moment où il a fait son acquisition.

D. Déclaration inexacte faite par négligence en common law

[120] En plus d’invoquer l’art. 75 de la Loi, Sharbern prétend que la responsabilité du VAC est engagée selon les règles de la common law en matière de déclaration inexacte faite par négligence. La juge de première instance n’a pas fait de distinction dans ses motifs entre la cause d’action en common law et celle prévue par la Loi. La liste

basis that when the trial judge found that “VAC negligently misrepresented” (paras. 322 and 473) the Compensation Differences, this finding applied to both the statutory and common law causes of action.

[121] I am of the opinion that the trial judge’s findings pertaining to the common law of negligent misrepresentation cannot stand because she did not consider all of the elements necessary to establish the tort. As set out in *Queen v. Cognos Inc.*, [1993] 1 S.C.R. 87:

The decisions of this Court cited above suggest five general requirements: (1) there must be a duty of care based on a “special relationship” between the representor and the representee; (2) the representation in question must be untrue, inaccurate, or misleading; (3) the representor must have acted negligently in making said misrepresentation; (4) the representee must have relied, in a reasonable manner, on said negligent misrepresentation; and (5) the reliance must have been detrimental to the representee in the sense that damages resulted. [p. 110]

[122] The requirements set out in *Cognos* were not included in the list of common liability issues. Nor was the framework discussed or utilized by the trial judge in her reasons. While she clearly dealt with the duty of care, and it might be inferred that her misrepresentation analysis dealt with whether the Compensation Differences were untrue, inaccurate or misleading (though this was not done so expressly), the trial judge did not consider the third *Cognos* requirement. She also did not consider the fourth requirement of reasonable reliance and fifth requirement of resulting damages. However, reasonable reliance and damages would likely be dealt with in the class action proceeding through future common or individual trials.

des questions communes en matière de responsabilité ne fait pas non plus une telle distinction. Quoi qu’il en soit, je poursuis mon analyse en tenant pour acquis que la conclusion de la juge de première instance que [TRADUCTION] « le VAC a fait preuve de négligence en faisant des déclarations inexactes » (par. 322 et 473) au sujet des différences de rémunération s’applique aux deux causes d’action.

[121] Selon moi, les conclusions que la juge de première instance a tirées au sujet des règles de common law en matière de déclaration inexacte faite par négligence ne sauraient être maintenues car elle n’a pas examiné l’ensemble des éléments constitutifs du délit. L’arrêt *Queen c. Cognos Inc.*, [1993] 1 R.C.S. 87, mentionne ce qui suit :

Les arrêts précités de notre Cour donnent à penser qu’il existe cinq conditions générales : (1) il doit y avoir une obligation de diligence fondée sur un « lien spécial » entre l’auteur et le destinataire de la déclaration; (2) la déclaration en question doit être fausse, inexacte ou trompeuse; (3) l’auteur doit avoir agi d’une manière négligente; (4) le destinataire doit s’être fié d’une manière raisonnable à la déclaration inexacte faite par négligence; et (5) le fait que le destinataire s’est fié à la déclaration doit lui être préjudiciable en ce sens qu’il doit avoir subi un préjudice. [p. 110]

[122] La juge de première instance n’a pas ajouté les conditions fixées dans *Cognos* à la liste des questions communes en matière de responsabilité, pas plus qu’elle n’a analysé ou utilisé ce cadre dans ses motifs. Elle a certes clairement traité de l’obligation de diligence, et il est possible d’inférer qu’elle a, dans son analyse de la déclaration inexacte, vidé la question de savoir si les différences de rémunération avaient été exposées de manière fausse, inexacte ou trompeuse (bien qu’elle ne l’ait pas fait explicitement); il n’en demeure pas moins qu’elle a omis de tenir compte de la troisième condition établie dans *Cognos*. Elle n’a pas non plus tenu compte de la quatrième condition, soit le fait de s’être fié d’une manière raisonnable à la déclaration en cause, ni de la cinquième condition, soit celle du préjudice subi. Cependant, ces questions seraient probablement traitées dans le cadre d’éventuels procès individuels ou conjoints.

[123] The third *Cognos* requirement obligated Sharbern to prove that VAC had “acted negligently in making [the] misrepresentation”. This requirement is concerned with the standard of care, and was described by Iacobucci J. in *Cognos*:

The applicable standard of care should be the one used in every negligence case, namely the universally accepted, albeit hypothetical, “reasonable person”. The standard of care required by a person making representations is an objective one. It is a duty to exercise such reasonable care as the circumstances require to ensure that representations made are accurate and not misleading . . . [Emphasis added; p. 121.]

[124] In considering the standard of care, the trial judge would have had to address whether, on an objective basis, VAC had taken such reasonable care as the circumstances required to ensure that the representations made in the Hilton Disclosure Statement were accurate and not misleading. She made no such finding. Instead, she summarily concluded that VAC “negligently misrepresented” the Compensation Differences, without having addressed the standard of care.

[125] Sharbern submits that the trial judge’s conclusion that VAC’s representations were negligent is “sound” (A.F., at para. 47). In oral argument, counsel for Sharbern conceded that the trial judge’s “reasoning is sparse on her conclusion as to negligence” but insisted that her conclusion was “obvious in the circumstances” (transcript, at pp. 8-9).

[126] I am unable to agree. I do not think it appropriate to collapse the *Cognos* requirement into a bare assertion of obviousness. Failure to demonstrate how VAC breached the standard of care is fatal to Sharbern’s common law claim. Sharbern, as plaintiff, bears the burden of proving its allegations. Sharbern does not point to evidence that could support a finding that the standard of care was breached. Nor does it explain how such a

[123] Selon la troisième condition fixée dans *Cognos*, Sharbern devait établir que le VAC avait « agi d’une manière négligente ». Or, la norme de diligence applicable à cet égard a été ainsi décrite par le juge Iacobucci dans *Cognos* :

La norme de diligence applicable devrait être celle qui est utilisée dans toute affaire de négligence, à savoir celle universellement reconnue, quoique hypothétique, de la « personne raisonnable ». La norme de diligence requise d’une personne qui fait des déclarations est objective. Il s’agit de l’obligation de faire preuve de la diligence raisonnable requise par les circonstances pour que les déclarations faites soient exactes et non trompeuses . . . [Je souligne; p. 121.]

[124] Dans son analyse de la norme de diligence, la juge de première instance devait donc se demander, d’un point de vue objectif, si le VAC avait fait preuve de la diligence raisonnable requise par les circonstances pour que ses déclarations dans le document du Hilton soient exactes et non trompeuses. Or, elle ne l’a pas fait, se contentant plutôt de conclure sommairement que le VAC avait [TRADUCTION] « fait preuve de négligence en faisant des déclarations inexactes » au sujet des différences de rémunération, et ce sans même traiter de la norme de diligence.

[125] Sharbern estime [TRADUCTION] « valable » la conclusion de la juge de première instance que les déclarations du VAC étaient négligentes (m.a., par. 47). Dans sa plaidoirie, l’avocat de Sharbern a concédé que le [TRADUCTION] « raisonnement sous-tendant la conclusion [de la juge de première instance] sur la négligence [était] bien mince », affirmant cependant avec insistance qu’elle avait tiré la conclusion qui s’imposait « manifestement dans les circonstances » (transcription, p. 8-9).

[126] Je ne puis souscrire à cet argument. À mon avis, il ne sied pas de ramener la condition fixée dans *Cognos* à une simple affirmation du caractère manifeste. L’omission de Sharbern de prouver en quoi le VAC avait manqué à la norme de diligence est fatale à son recours fondé sur la common law. Il incombe à Sharbern, en sa qualité de demanderesse, d’établir le bien-fondé de ses allégations. Or, elle ne fait état d’aucune preuve permettant de

conclusion could have been reached based on the trial judge's "sparse" reasoning.

[127] Rather, Sharbern asserts that it was not required to adduce expert evidence as to what a developer ought to disclose. It argues that the case is about an experienced businessman (Mr. Lalji) who, while aware of the undisclosed incentive, defends his failure to disclose it by assuring us he would not put his own interests first. Sharbern contends that VAC's evidence of its reliance upon industry and expert evidence and upon the advice of its solicitors in respect of its disclosure obligations did not establish that VAC did not breach the standard of care.

[128] Nonetheless, in the circumstances of this case, a bare assertion that something is obvious, without more, cannot establish the applicable standard of care. In the face of considerable evidence before the trial court as to why the Compensation Differences or the potential conflict of interest they created would not have been material to the decision of investors, Sharbern did not provide the court with any evidence to counter VAC's position. For this reason, Sharbern's common law claim of negligent misrepresentation must fail.

[129] I would add one observation on the fourth *Cognos* requirement — reasonable reliance. In this case, Sharbern did not adduce evidence of actual reliance. Instead it relied upon the statutory deeming provision in the *Real Estate Act*. While the trial judge appears to have contemplated the necessity of individual trials on the issue of reliance at the outset of this litigation, her failure to differentiate between the common law and statutory claims in

conclure qu'il y a eu manquement à la norme de diligence. Elle n'explique pas non plus en quoi la juge de première instance aurait pu parvenir à cette conclusion sur la base de son « bien mince » raisonnement.

[127] Sharbern fait plutôt valoir qu'elle n'était pas tenue de présenter une preuve d'expert sur ce que le promoteur doit communiquer. Selon elle, la présente affaire est essentiellement l'histoire d'un homme d'affaires expérimenté (M. Lalji) qui, bien que connaissant les renseignements non communiqués qui incitaient le VAC à favoriser le Marriott au détriment du Hilton, tente de justifier son omission de communiquer ceux-ci en nous assurant qu'il ne donnerait pas préséance à ses propres intérêts. Elle ajoute que la preuve produite par le VAC pour démontrer qu'il s'était fondé sur des éléments de preuve concernant la pratique au sein de l'industrie, sur une preuve d'expert, ainsi que sur les conseils de ses avocats quant à ses obligations en matière de communication de renseignements, n'établissait pas qu'il n'avait pas manqué à la norme de diligence.

[128] Néanmoins, dans les circonstances de l'espèce, la simple affirmation qu'une chose est évidente ne suffit pas à elle seule à établir la norme de diligence qu'il convient d'appliquer. Devant une preuve considérable en première instance expliquant pourquoi les différences de rémunération ou le conflit d'intérêts qu'elles étaient susceptibles d'engendrer n'auraient pas été importants dans la décision des investisseurs, Sharbern n'a soumis aucune preuve pour réfuter le point de vue du VAC. Par conséquent, son recours fondé sur la common law pour déclaration inexacte faite par négligence est voué à l'échec.

[129] J'ajouterais un commentaire à propos de la quatrième condition établie dans *Cognos*, à savoir le fait de s'être fié d'une manière raisonnable à la déclaration en cause. Sharbern n'a pas produit de preuve établissant qu'elle s'était fiée aux renseignements qui lui avaient été communiqués. Elle a plutôt invoqué la présomption légale. Bien que la juge de première instance semble avoir envisagé, au tout début du litige, la nécessité de tenir des

her reasons conveys the impression that the statutory deeming provision can establish common law reliance, removing the need for further trials. This approach would be problematic. I do not think a plaintiff may dip into a statutory cause of action for a helpful element in order to establish the “actual reliance” required to maintain a common law claim for negligent misrepresentation.

[130] For these reasons I conclude that VAC cannot be held liable for negligent misrepresentation at common law.

E. *Breach of Fiduciary Duty*

[131] The final issues to be determined in this appeal are whether a fiduciary duty existed between VAC and Sharbern and, if so, whether VAC breached that fiduciary duty. The breach issue can be broken down into two aspects: (i) whether VAC breached its fiduciary duty to Sharbern by failing to disclose the alleged conflict of interest created by the Compensation Differences; and (ii) whether VAC breached its fiduciary duty to Sharbern when it implemented the non-competition policy between the Hilton, the Richmond Inn and the Marriott. I will deal with these issues and sub-issues in turn.

(1) Lower Court Treatment of the Fiduciary Duty Issues

[132] Wedge J. described the content of VAC’s fiduciary duties to Sharbern and other Hilton Owners in the following terms:

... I find that VAC did not owe a fiduciary duty to not work for other principals competing in the same hotel market as the Hilton. I also find that VAC did not owe a duty to the Hilton Owners to disclose information that

procès individuels pour décider si les investisseurs s’étaient fiés aux renseignements qui leur avaient été communiqués, son omission de faire la distinction entre le recours fondé sur la common law et celui fondé sur la Loi donne l’impression que la présomption légale pouvait servir à établir qu’en common law les investisseurs s’étaient fiés à ce qui leur avait été présenté, ce qui éliminait la nécessité de tenir d’autres procès. Or, cette démarche était problématique. En effet, je ne pense pas qu’un demandeur puisse invoquer à son avantage un certain élément d’une cause d’action légale afin d’établir qu’il « s’est effectivement fié » aux déclarations en cause, et, partant, d’avoir gain de cause dans le cadre d’un recours fondé sur la common law pour déclaration inexacte faite par négligence.

[130] Je conclus pour ces raisons que le VAC n’est pas responsable en common law pour avoir fait par négligence des déclarations inexactes.

E. *Manquement à l’obligation fiduciaire*

[131] Les dernières questions qui restent à trancher sont celles de savoir si le VAC avait une obligation fiduciaire envers Sharbern et, dans l’affirmative, s’il y avait manqué. La question du manquement peut se subdiviser en deux parties : (i) le VAC a-t-il manqué à son obligation fiduciaire envers Sharbern du fait qu’il a omis de lui faire part du conflit d’intérêts qu’auraient engendré les différences de rémunération?; et (ii) le VAC a-t-il manqué à son obligation fiduciaire envers Sharbern en mettant en œuvre la politique de non-concurrence entre le Hilton, le Richmond Inn et le Marriott? Je vais examiner à tour de rôle ces questions et sous-questions.

(1) Analyse des obligations fiduciaires par les juridictions inférieures

[132] La juge Wedge a décrit en ces termes les obligations fiduciaires du VAC envers Sharbern et les autres propriétaires du Hilton :

[TRADUCTION] ... à mon avis, le VAC n’avait pas l’obligation fiduciaire de s’abstenir de travailler pour des concurrents du Hilton au sein du même marché hôtelier. J’estime aussi qu’il n’était pas tenu de communiquer aux

it had received from its other principals. Rather, the Hilton Owners consented to VAC acting for other principals competing in the same market, and could expect VAC to keep all information it received from each of its principals confidential.

. . .

I find that VAC owes the following fiduciary duties to the Hilton Owners:

1. A fiduciary duty to not act for other principals competing in the same market and with respect to whom VAC has a personal interest in favouring.
2. A fiduciary duty to not act as agent for the Hilton Owners and any third party contracting with them without first making complete disclosure to them and obtaining their consent. [paras. 425 and 429]

[133] The trial judge went on to find that, as a result of the Compensation Differences, VAC had a personal interest in favouring the Marriott over the Hilton. She concluded that

VAC's personal interest in favouring the Marriott over the Hilton conflicts with its fiduciary duty to the Hilton Owners. Unless VAC disclosed this conflict of interest, and obtained fully informed consent from the Hilton Owners to act in those circumstances, it would be in breach of its fiduciary duty by continuing to act. [para. 439]

[134] Wedge J. then confirmed that whether the common management of the Hilton and the Marriott had affected the operation of the Hilton to its detriment had not been quantified on the evidence, and did not need to be quantified at that stage in the proceedings. However, she found that there was some evidence "that the Hilton has been disadvantaged by the common management" (para. 447). By this she was referring to a non-competition policy VAC implemented between the Hilton, the Richmond Inn and the Marriott. Since the Hilton brand was proving weaker than the Marriott, senior management at the Hilton tried to lure away corporate clients from the Marriott by undercutting the Marriott's room rates. When the

propriétaires du Hilton les renseignements qu'il tenait de ses autres mandants. Les propriétaires du Hilton avaient plutôt consenti à ce qu'il agisse pour le compte d'autres mandants qui leur faisaient concurrence au sein du même marché, et ils pouvaient s'attendre à ce qu'il respecte la confidentialité des renseignements qu'il tenait d'eux.

. . .

J'estime que le VAC a les obligations fiduciaires suivantes envers les propriétaires du Hilton :

1. Ne pas agir pour le compte d'autres mandants qui leur font concurrence au sein du même marché et qu'il aurait intérêt à favoriser.
2. Ne pas agir en tant que mandataire des propriétaires du Hilton et de tiers ayant conclu un contrat avec eux sans d'abord avoir fait une communication complète des renseignements et avoir obtenu leur consentement. [par. 425 et 429]

[133] La juge de première instance a ensuite conclu que le VAC avait intérêt à favoriser le Marriott au détriment du Hilton en raison des différences de rémunération. Elle a affirmé que

[TRADUCTION] l'intérêt du VAC à favoriser le Marriott au détriment du Hilton est incompatible avec son obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton et, à moins de porter ce conflit d'intérêts à l'attention de ces derniers et d'obtenir leur consentement éclairé à ce qu'il agisse pour eux dans ces circonstances, il manque à cette obligation s'il continue d'agir ainsi sans rien dire. [par. 439]

[134] La juge Wedge a par la suite confirmé que la preuve n'avait pas établi que l'administration commune du Marriott et du Hilton nuisait à l'exploitation de ce dernier et que, de toute façon, il n'était pas nécessaire de trancher cette question à ce stade de l'instance. Elle a toutefois conclu que certains éléments de preuve montraient [TRADUCTION] « que l'administration commune désavantageait le Hilton » (par. 447). La juge faisait référence à une politique de non-concurrence entre le Hilton, le Richmond Inn et le Marriott mise en œuvre par le VAC. Le Hilton se révélant moins populaire que le Marriott, ses dirigeants avaient tenté de s'attirer la clientèle provenant des sociétés avec qui le Marriott faisait affaire en leur offrant des tarifs

Marriott complained that this was eroding business and causing both hotels to lose money, sales staff proposed that the Hilton, Marriott and Richmond Inn agree not to pursue the top ten corporate preferred accounts of each by offering lower rates. However, other forms of inducement were permitted. The non-competition policy was implemented in 2002.

[135] Wedge J. considered this arrangement to be an agreement between the Hilton and the Marriott with VAC acting as agent for both. Irrespective of the merits of the contract, she found it to be a breach of VAC's equitable obligation to the Hilton Owners to commit them to a contract with another party for whom VAC was also acting as agent, without obtaining the Hilton Owners' informed consent.

[136] The Court of Appeal found that there was no breach of fiduciary duty. Chiasson J.A. interpreted the trial judge's reasoning to mean that VAC was in breach of its fiduciary duty as soon as it contracted with the Hilton Owners because of its agreement with the Marriott Owners. However, having previously concluded that VAC did not misrepresent its arrangements with the Marriott Owners, he found that VAC was not in breach of fiduciary duty on entering into the contract with the Hilton Owners. In his view, the issues were interrelated. He reconfirmed that "in this case, the relationship between VAC and the Marriott Hotel unit owners was disclosed" and that the question of whether VAC was in breach of its fiduciary duty because of its failure to disclose the Compensation Differences "depends on whether that information was material" (para. 98). Chiasson J.A. concluded that "in the circumstances of this case, the information objectively was not material" (para. 99).

[137] Chiasson J.A. also held that "the consent given to VAC to act for competing hotels is an

inférieurs à ceux de ce dernier. Lorsque le Marriott s'est plaint que cette mesure lui faisait perdre des clients et occasionnait des pertes financières aux deux hôtels, le personnel des ventes a proposé que le Hilton, le Marriott et le Richmond Inn s'engagent chacun à ne pas chercher à s'attirer la clientèle provenant des dix sociétés avec lesquelles les deux autres faisaient le plus souvent affaire en leur offrant des tarifs moins élevés. Ils pouvaient toutefois tenter de s'attirer cette clientèle par d'autres moyens. La politique de non-concurrence a été mise en œuvre en 2002.

[135] La juge Wedge a estimé qu'il s'agissait là d'une entente entre le Hilton et le Marriott, et que le VAC jouait le rôle de mandataire de l'un et l'autre hôtel. Elle a conclu qu'indépendamment du bien-fondé du contrat le VAC avait manqué à l'obligation que l'équité lui imposait à l'égard des propriétaires du Hilton en les engageant dans un contrat avec un tiers dont il était aussi mandataire, et ce, sans avoir préalablement obtenu leur consentement éclairé.

[136] La Cour d'appel a jugé que le VAC n'a pas manqué à son obligation fiduciaire. Selon le juge Chiasson, le raisonnement de la juge de première instance menait à la conclusion qu'en raison de l'entente avec les propriétaires du Marriott, le VAC manquait à son obligation fiduciaire en en concluant une avec ceux du Hilton. Toutefois, ayant déjà conclu que le VAC n'avait fait aucune déclaration inexacte au sujet de son entente avec les propriétaires du Marriott, il a jugé qu'il n'en était pas ainsi. À son avis, les questions étaient intimement liées. Il a confirmé de nouveau que [TRADUCTION] « l'existence du lien entre le VAC et les propriétaires d'unités de l'hôtel Marriott avait été révélée », et que la question de savoir si le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire en omettant de faire état des différences de rémunération dans le document du Hilton « dépend[ait] de celle de savoir si ces renseignements étaient importants ou non » (par. 98). Le juge Chiasson a conclu que « dans les circonstances de l'espèce, les renseignements n'étaient pas objectivement importants » (par. 99).

[137] Le juge Chiasson a aussi conclu que [TRADUCTION] « le fait que les investisseurs aient

answer to any contention the implementation of the price competition policy was *per se* a breach of fiduciary duty” (para. 104). The issue again turned on whether VAC had been required to disclose the Compensation Differences, and in his view, it was not.

(2) A Fiduciary Relationship Existed

[138] VAC argues that the trial judge erred in finding that VAC’s relationship with Sharbern was fiduciary in nature. VAC says that the trial judge’s “decision to characterize VAC as a fiduciary was not based on a careful consideration of the individual relationship between the parties” but was instead based on a “simplistic categorical analysis” in which “[s]he held that VAC was in some respects [Sharbern’s] agent, and that the principal-agent relationship was a classic fiduciary relationship” (R.F., at para. 112). VAC submits that the parties were simply dealing in an arm’s-length commercial relationship characterized by self interest.

[139] I cannot agree with VAC’s position. In my opinion, the trial judge did not conduct a “simplistic categorical analysis”. She made a comprehensive review of the jurisprudence and observed that “[f]iduciary duties will not necessarily exist in all agency relationships” (para. 398). She then carefully considered the relationship that existed under the Hotel Asset Management Agreement before concluding that the relationship was fiduciary. She noted that VAC was given discretion as a manager, that it had the ability to unilaterally affect the hotel owners’ legal or practical interests, and that the hotel owners were especially vulnerable in that regard. It is clear that she evaluated the relationship created under the Hotel Asset Management Agreement in light of the typical characteristics of fiduciary relationships set out by Wilson J. in her well-known dissent in *Frame v. Smith*, [1987] 2 S.C.R. 99, at p. 136.

consenti à ce que le VAC administre des hôtels se faisant concurrence suffit à répondre à tout argument voulant que l’application d’une politique de non-concurrence en matière de fixation des prix était en soi un manquement à l’obligation fiduciaire » (par. 104). Il s’agissait encore là de savoir si le VAC était tenu de faire état des différences de rémunération dans le document du Hilton; à son avis, il ne l’était pas.

(2) Existence d’une relation fiduciaire

[138] Le VAC soutient que la juge de première instance a eu tort de conclure que sa relation avec Sharbern était de nature fiduciaire. Selon lui, sa [TRADUCTION] « décision de le qualifier de fiduciaire reposait non pas sur un examen attentif du rapport entre les parties », mais plutôt sur une « analyse catégorielle simpliste » qui l’a menée à la conclusion que « le VAC était à certains égards le mandataire [de Sharbern], et que leur relation de mandant à mandataire était un exemple classique de relation fiduciaire » (m.i., par. 112). Selon le VAC, les parties entretenaient de simples rapports commerciaux sans lien de dépendance, chacune agissant dans son propre intérêt.

[139] Je ne puis souscrire à la thèse du VAC. Selon moi, la juge de première instance ne s’est pas contentée d’une « analyse catégorielle simpliste ». Elle a plutôt fait un examen exhaustif de la jurisprudence, faisant remarquer que [TRADUCTION] « [l]es obligations fiduciaires ne caractérisent pas toujours les relations entre mandant et mandataire » (par. 398). Elle a ensuite examiné attentivement la relation créée par l’entente sur l’administration des biens du Hilton avant de conclure qu’il s’agissait d’une relation fiduciaire. Elle a signalé que le VAC avait été investi d’un pouvoir discrétionnaire à titre d’administrateur, qu’il était en mesure d’influer unilatéralement sur les intérêts juridiques ou pratiques des propriétaires de l’hôtel, et que ces derniers étaient particulièrement vulnérables à cet égard. De toute évidence, elle a examiné cette relation à la lumière des éléments propres aux rapports fiduciaires décrits par la juge Wilson dans les motifs dissidents bien connus qu’elle a exposés dans *Frame c. Smith*, [1987] 2 R.C.S. 99, p. 136.

[140] In my opinion, there is no basis upon which to differ with the conclusion of the trial judge that while acting as manager of the Hilton, VAC owed fiduciary obligations to the Hilton Owners, including Sharbern.

[141] That said, the nature and scope of the fiduciary duty owed by VAC must be assessed in the context of the contract giving rise to those duties. As noted by Cromwell J., for a unanimous Court, in *Galambos v. Perez*, 2009 SCC 48, [2009] 3 S.C.R. 247, at para. 75: “. . . what is required in all cases is an undertaking by the fiduciary, express or implied, to act in accordance with the duty of loyalty reposed on him or her”. He also stated that “[i]n cases of *per se* fiduciary relationships, this undertaking will be found in the nature of the category of relationship in issue” and that “[t]he fiduciary’s undertaking may be the result of . . . the express or implied terms of an agreement” (para. 77). While an express undertaking can be found in the terms of a contract for an agency relationship, an implied undertaking can be found with regard to “the particular circumstances of the parties’ relationship” which could include “professional norms, industry or other common practices and whether the alleged fiduciary induced the other party into relying on the fiduciary’s loyalty” (para. 79).

[142] In this case, purchasers in the Hilton strata lots knew that they would be entering into the Hotel Asset Management Agreement giving VAC exclusive management of the hotel for at least 20 years. In exchange, VAC contracted to, among other things, use commercially reasonable efforts to rent out the strata units, maximize each owner’s proportionate share of monies available for distribution, and faithfully perform its duties and responsibilities and supervise and direct hotel operations. The Hilton Disclosure Statement explained to investors that the success or failure of the rental pool would depend in part on the managerial abilities of the manager. It also contained the reassurance that VAC’s related companies had experience in concurrently owning or managing competing hotels.

[140] À mon avis, il n’y a aucune raison de s’écarter de la conclusion de la juge de première instance que le VAC avait des obligations fiduciaires envers les propriétaires du Hilton, notamment Sharbern, alors qu’il administrait cet hôtel.

[141] Cela dit, la nature et la portée des obligations fiduciaires du VAC s’apprécient dans le contexte du contrat d’où elles résultent. Comme l’a souligné le juge Cromwell dans l’arrêt unanime de la Cour intitulé *Galambos c. Perez*, 2009 CSC 48, [2009] 3 R.C.S. 247, par. 75 : « . . . il faut, dans tous les cas, un engagement du fiduciaire, exprès ou implicite, d’agir dans le respect du devoir de loyauté qui lui incombe ». Il a également déclaré que « [l]orsque la relation est en soi fiduciaire, cet engagement sera fonction de la nature de la catégorie à laquelle la relation en question appartient » et que « [l]’engagement du fiduciaire peut résulter [. . .] des conditions — expresses ou implicites — d’une entente » (par. 77). Bien qu’un engagement explicite puisse figurer parmi les modalités d’un contrat de mandat, « [d]ans certains types de relations, l’engagement du fiduciaire peut en effet être implicite. Les normes professionnelles, les pratiques de l’industrie ou d’autres pratiques courantes et la question de savoir si la partie qu’on dit être un fiduciaire a incité l’autre partie à compter sur le fait qu’elle agirait loyalement envers elle comptent parmi les considérations utiles pour juger de l’existence ou non d’un tel engagement implicite » (par. 79).

[142] En l’espèce, les acquéreurs d’unités du Hilton savaient qu’ils concluraient avec le VAC une entente qui lui confierait en exclusivité l’administration de l’hôtel pour une période d’au moins 20 ans. En contrepartie, le VAC s’engagerait notamment à déployer des efforts raisonnables sur le plan commercial pour louer les unités, maximiser la part proportionnelle des fonds à remettre à chaque propriétaire, et fidèlement s’acquitter de ses obligations et contrôler et diriger les activités de l’hôtel. Le document du Hilton expliquait aux investisseurs que le succès ou l’échec du pool locatif dépendrait en partie de la compétence de son administrateur. Ce document confirmait par ailleurs que les sociétés affiliées au VAC avaient déjà possédé des hôtels se faisant concurrence ou qu’elles avaient déjà

Investors undoubtedly counted on VAC to provide managerial experience and expertise. However, they did so understanding and consenting to VAC receiving a management fee, and acting as the manager of the competing Marriott hotel. Disclosure of that conflict position was coupled with the warning that this “could impact upon its ability to perform its obligations under the [Hotel Asset Management Agreement]” (art. 4.9(i)).

[143] While Sharbern was in a fiduciary relationship with VAC, and VAC owed a duty to use its discretionary powers as manager to act in the interests of Sharbern, this relationship was entered into with the knowledge that there would be common management of the Hilton and Marriott, and that VAC’s related companies had a history of concurrent ownership or management of competing hotels. The fiduciary relationship in this case must therefore be circumscribed by the contractual bargain and the knowledge that VAC would be simultaneously balancing fiduciary obligations owed to the Hilton Owners and owners of a competitor: *Galambos*, at para. 79.

(3) Distinguishing the Misrepresentation and Fiduciary Duty Claims

[144] When VAC issued the Hilton Disclosure Statement, it was acting in its role as a developer/issuer, and was not an agent of Sharbern. As issuer, its relationship with Sharbern was not fiduciary in nature. An issuer and investor in these circumstances deal with each other in an arm’s-length commercial relationship characterized by self interest.

[145] However, when VAC began acting as Sharbern’s agent under the Hotel Asset Management Agreement, a fiduciary relationship arose.

administré en commun de tels hôtels. Les investisseurs comptaient sans aucun doute sur l’expérience et l’expertise du VAC en matière d’administration. Toutefois, il était entendu que des frais d’administration seraient payés au VAC et que celui-ci administrerait un hôtel concurrent, soit le Marriott. La description de cette situation de conflit d’intérêts était accompagnée d’une mise en garde que cela était [TRADUCTION] « susceptible d’avoir une incidence sur [l]a capacité [du VAC] d’exécuter les obligations prévues dans [l’entente sur l’administration des biens du Hilton] » (par. 4.9i)).

[143] Il est vrai qu’il existait une relation fiduciaire entre Sharbern et le VAC et que celui-ci était tenu, en sa qualité d’administrateur, d’exercer ses pouvoirs discrétionnaires au mieux des intérêts de Sharbern, mais il n’en demeure pas moins que chaque partie savait que le Hilton et le Marriott seraient administrés en commun et que les sociétés affiliées au VAC avaient déjà possédé des hôtels se faisant concurrence ou administré en commun de tels hôtels. La relation fiduciaire en l’espèce doit donc être circonscrite par l’entente contractuelle et par le fait que chaque partie savait que le VAC devait s’acquitter d’obligations fiduciaires à la fois envers les propriétaires du Hilton et envers les propriétaires d’une entreprise concurrente : *Galambos*, par. 79.

(3) Allégations de déclarations inexactes et d’existence d’une obligation fiduciaire : distinctions

[144] En publiant le document du Hilton, le VAC agissait à titre de promoteur et d’émetteur de valeurs et non pas de mandataire de Sharbern. La relation qu’il entretenait avec Sharbern en sa qualité d’émetteur de valeurs n’était pas de nature fiduciaire. L’émetteur de valeurs et l’investisseur entretiennent, dans de telles circonstances, des rapports commerciaux sans lien de dépendance, chacun agissant dans son propre intérêt.

[145] Toutefois, à partir du moment où le VAC agissait à titre de mandataire pour Sharbern conformément à l’entente sur l’administration des biens du Hilton, il existait une relation fiduciaire entre eux.

[146] It is important to recognize that these are two distinct relationships that happen to be between the same parties: a non-fiduciary issuer-investor relationship, and a fiduciary principal-agent relationship. Therefore, although the underlying factual basis of the issuer-investor misrepresentation issue and the principal-agent fiduciary duty issue are largely the same, the two issues constitute distinct causes of action arising at different *times*. The misrepresentation claim is related to VAC's disclosures made when it was the developer of the Hilton hotel and issuer of the Hilton Disclosure Statement. The breach of fiduciary duty claim is related to VAC's activities when it began acting as an agent and managed the Hilton hotel.

(4) Disclosing the Compensation Differences

[147] The question to be answered here is whether VAC breached its fiduciary duty to Sharbern and the other Hilton Owners while acting as their hotel asset manager, by failing to disclose the Compensation Differences and obtaining the informed consent of the Hilton Owners.

[148] A breach of fiduciary duty would occur if the undisclosed Compensation Differences were material or placed VAC into a conflict of interest to which Sharbern had not consented. This is because equity "forbids trustees and other fiduciaries from allowing themselves to be placed in ambiguous situations. . . . [T]hat is, in a situation where a conflict of interest and duty might occur" (D. W. M. Waters, M. R. Gillen and L. D. Smith, eds., *Waters' Law of Trusts in Canada* (3rd ed. 2005), at p. 914). As M. Ng writes, in *Fiduciary Duties: Obligations of Loyalty and Faithfulness* (loose-leaf), at p. 2-10:

Where fiduciaries put themselves in a position where their own interests or those of others may conflict with

[146] Il est important de reconnaître qu'il s'agit là de deux relations distinctes entre les mêmes parties : une relation non fiduciaire entre émetteur de valeurs et investisseur, et une relation fiduciaire entre mandant et mandataire. Par conséquent, même si la question de savoir si l'émetteur de valeurs a fait une déclaration inexacte à l'investisseur et celle de savoir s'il y a eu manquement à l'obligation fiduciaire qui découlait de leur relation de mandant à mandataire s'inscrivent en grande partie dans le même contexte factuel, ces deux questions constituent le fondement de causes d'action distinctes qui ont pris naissance à des *moments* différents. D'un côté, l'allégation que le VAC aurait fait des déclarations inexactes est liée aux renseignements communiqués par celui-ci par le biais du document du Hilton alors qu'il agissait en tant que promoteur de l'hôtel. De l'autre, l'allégation qu'il aurait manqué à son obligation fiduciaire est liée à ses activités à l'époque où il a commencé à agir en tant que mandataire et à administrer le Hilton.

(4) Communication des différences de rémunération

[147] Il s'agit en l'espèce de décider si le VAC a manqué à son obligation fiduciaire envers Sharbern et les autres propriétaires du Hilton en omettant de leur expliquer les différences de rémunération et d'obtenir leur consentement éclairé alors qu'il administrait l'hôtel.

[148] Le VAC aurait manqué à son obligation fiduciaire si les différences de rémunération avaient été importantes ou l'avaient mis dans une situation de conflit d'intérêts à laquelle Sharbern n'avait pas consenti. Il en est ainsi parce que l'équité [TRADUCTION] « interdit au fiduciaire et à tout autre fiducial de se placer dans des situations ambiguës. [. . .] [C]'est-à-dire dans des situations où un conflit d'intérêts et d'obligation pourrait survenir » (D. W. M. Waters, M. R. Gillen et L. D. Smith, dir., *Waters' Law of Trusts in Canada* (3^e éd. 2005), p. 914). M. Ng a écrit ce qui suit dans *Fiduciary Duties : Obligations of Loyalty and Faithfulness* (feuilles mobiles), p. 2-10 :

[TRADUCTION] Lorsque le fiduciaire se place dans une situation où ses propres intérêts ou ceux d'autres parties

their duty to their principal, they will be required to disclose all material information regarding the transaction in order to obtain their principal's informed consent as to their acting despite the conflict.

[149] Sharbern submits that the question of whether VAC breached its fiduciary duty to avoid undisclosed conflicts of interest was "one of consent" (A.F., at para. 54). That is, Sharbern argues that the Court must ask whether VAC "made sufficient disclosure, in the [Hilton Disclosure Statement], of the facts pertaining to its conflict of interest that investors purchasing under the [Hilton Disclosure Statement] must be taken to have consented to the conflict" (*ibid.*). Sharbern's position is premised upon the assumption that the Compensation Differences constituted a material fact or information beyond what had already been disclosed. If that were true, then the onus would fall on VAC, as fiduciary, to prove that it had received the informed consent of the Hilton Owners with respect to the Compensation Differences: *McGuire v. Graham* (1908), 11 O.W.R. 999 (C.A.), at pp. 999-1000.

[150] However, the materiality of the Compensation Differences must first be established. This is because "[n]ot every self-interested act by a fiduciary conflicts with his fiduciary duties; otherwise, he could never do anything for his own benefit" (*Waters'*, at p. 914). As stated by F. M. B. Reynolds in *Bowstead and Reynolds on Agency* (17th ed. 2001), at para. 6-057, "[t]he duty does not completely prohibit the adoption of a position or the entering into of transactions in which such a conflict might occur; it rather prohibits doing so without disclosure of all material facts to the principal so as to obtain his consent" (emphasis added). Here, the principal had consented to the agent's conflict of interest — to act for other principals competing in the same market — and knew that the agent would be simultaneously acting in the interests of the principal and competitors. The first question that Wedge J. ought to have asked, therefore, was whether the Compensation Differences constituted a material fact or information beyond what had already been disclosed, such as to impose

peuvent entrer en conflit avec l'obligation qu'il a envers son mandant, il doit lui communiquer tous les renseignements importants dont il dispose au sujet de l'opération afin d'obtenir qu'il consente à ses actions en toute connaissance de cause malgré l'existence du conflit.

[149] Sharbern soutient que la question de savoir si le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire d'éviter tout conflit d'intérêts non dévoilé en était [TRADUCTION] « une de consentement » (m.a., par. 54). En d'autres termes, elle prétend que la Cour doit se demander si le VAC « a, dans le [document du Hilton], exposé suffisamment de faits relatifs à son conflit d'intérêts, de sorte que les investisseurs qui ont acheté des unités en se fiant à [ce document] sont réputés avoir consenti au conflit » (*ibid.*). Le point de vue de Sharbern repose sur l'hypothèse que les différences de rémunération constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés. Or, si cette hypothèse s'avérait fondée, il incomberait alors au VAC, en sa qualité de fiduciaire, de prouver qu'il avait obtenu le consentement éclairé des propriétaires du Hilton relativement aux différences de rémunération : *McGuire c. Graham* (1908), 11 O.W.R. 999 (C.A.), p. 999-1000.

[150] Cependant, l'importance des différences de rémunération doit d'abord être établie. Il en est ainsi parce que [TRADUCTION] « [l]es actions intéressées d'un fiduciaire n'entrent pas toutes en conflit avec ses obligations fiduciaires : autrement, il ne pourrait jamais rien faire pour son propre bénéfice » (*Waters'*, p. 914). Comme l'a affirmé F. M. B. Reynolds dans *Bowstead and Reynolds on Agency* (17^e éd. 2001), par. 6-057, [TRADUCTION] « [l]'obligation n'interdit pas complètement d'adopter une position ou d'effectuer des opérations pouvant susciter un tel conflit; elle interdit plutôt d'agir ainsi sans communiquer au mandant tous les faits importants dans le but d'obtenir son consentement » (je souligne). En l'espèce, le mandant avait accepté la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouvait le mandataire du fait qu'il agissait pour le compte d'autres mandants qui lui faisaient concurrence au sein du même marché, et il savait que ce dernier agirait en même temps pour son compte et pour celui de ses concurrents. La juge Wedge aurait donc dû d'abord se demander si les différences de

a fiduciary duty upon VAC to disclose their particulars.

[151] The standard for identifying when a conflict of interest exists in a fiduciary context was discussed by this Court in *R. v. Neil*, 2002 SCC 70, [2002] 3 S.C.R. 631. There, Binnie J. dealt with conflicts of interest arising out of the solicitor-client fiduciary relationship. He set out the following standard for identifying when a lawyer is in a position of conflict of interest:

I adopt, in this respect, the notion of a “conflict” in § 121 of the *Restatement Third, The Law Governing Lawyers* (2000), vol. 2, at pp. 244-45, as a “substantial risk that the lawyer’s representation of the client would be materially and adversely affected by the lawyer’s own interests or by the lawyer’s duties to another current client, a former client, or a third person”. [Emphasis added; para. 31.]

[152] The essential first step was for the court to determine if the Compensation Differences constituted material facts or information beyond what had already been disclosed, thereby giving rise to a fiduciary duty for VAC to disclose them and obtain consent. In this regard, VAC submits that “[a]ll of the evidence on the issue of materiality that [it] adduced, and that the trial judge disregarded, was therefore as relevant to determining the existence of a conflict of interest as it was to determining whether [it] had made a misrepresentation in the [Hilton Disclosure Statement]” (R.F., at para. 106).

[153] This is essentially correct, except for one qualification. It must be remembered that the fiduciary duty issue is distinct from the misrepresentation issue. The materiality evidence and analysis carried out with respect to Sharbern’s claim that VAC made material false statements attracting statutory liability under the *Real Estate Act* related to the time period during which the Hilton strata units were marketed and sold. VAC’s disclosure

rémunération constituait des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés de sorte qu’il incombait au VAC une obligation fiduciaire d’en communiquer les détails.

[151] Le critère permettant de déterminer l’existence d’un conflit d’intérêts dans un contexte fiduciaire a été discuté par la Cour dans *R. c. Neil*, 2002 CSC 70, [2002] 3 R.C.S. 631. Dans cet arrêt, le juge Binnie a traité des conflits d’intérêts découlant de la relation fiduciaire entre l’avocat et son client. Il a énoncé le critère qu’il convient d’appliquer pour trancher la question de savoir si un avocat est en conflit d’intérêts :

Je fais mienne à cet égard la notion de « conflit » décrite dans le *Restatement Third, The Law Governing Lawyers* (2000), vol. 2, p. 244-245, § 121, comme [TRADUCTION] « un risque sérieux que les intérêts personnels de l’avocat ou ses devoirs envers un autre client actuel, un ancien client ou une tierce personne nuisent de façon appréciable à la représentation du client par l’avocat ». [Je souligne; par. 31.]

[152] La première étape essentielle que le tribunal devait franchir était de se demander si les différences de rémunération constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés, de sorte qu’il incombait au VAC une obligation fiduciaire de les communiquer et d’obtenir le consentement des intéressés. À cet égard, le VAC prétend que [TRADUCTION] « [t]ous les éléments de preuve sur la question de l’importance qu’[il] a produits, et dont la juge de première instance n’a pas tenu compte, étaient donc tout aussi pertinents pour trancher la question de savoir s’il y avait conflit d’intérêts que celle de savoir s’[il] avait fait une déclaration inexacte dans le [document du Hilton] » (m.i., par. 106).

[153] J’estime que cette affirmation est essentiellement juste, sous réserve de ce qui suit : il ne faut pas oublier que l’obligation fiduciaire et la déclaration inexacte sont deux questions distinctes. La preuve produite relativement à la question de l’importance et l’analyse de la prétention de Sharbern que le VAC avait fait une déclaration erronée sur un point important de sorte que sa responsabilité était engagée sous le régime de la Loi se rapportaient à

obligations under its fiduciary duty related to matters existing or arising during its role as manager of the Hilton hotel. This requires a consideration of the time period following the Hilton Disclosure Statement and also the time period covering the later stages of the fiduciary relationship.

[154] The Hilton Disclosure Statement was issued in February 1998, and the hotel opened for business in June 1999. VAC had disclosed in the Hilton Disclosure Statement its management of the Marriott hotel and the similar and additional agreements it had with that hotel, “all of which give rise to certain liabilities and obligations of the Developer which could impact upon its ability to perform its obligations under the Agreements” (art. 4.9(i)). I place no significance on VAC’s description of itself as “Developer” instead of “manager” in this context, as the former would have been the term by which it was defined in the Hilton Disclosure Statement. As found by the trial judge, “the Hilton Owners consented to VAC acting for other principals competing in the same market” (para. 425). I agree with Chiasson J.A.’s observation that the question is invariably reduced to whether the Compensation Differences were material, thereby obliging VAC to disclose them and obtain the Hilton Owners’ consent to those details. It is also necessary to inquire whether circumstances changed during the course of the fiduciary relationship such as to require VAC to make additional disclosures and obtain renewed consent.

[155] The materiality of the Compensation Differences when the investors were making their decision to invest has been dealt with in detail in the discussion of VAC’s alleged statutory liability under the *Real Estate Act*. However, I would add that the disclosure obligations with respect to VAC’s fiduciary duty are different from the disclosure obligations under the *Real Estate Act*. As a fiduciary, VAC was obligated to disclose any material

l’époque où les unités du Hilton avaient été mises sur le marché et vendues. Les obligations fiduciaires du VAC en matière de communication visaient des renseignements se rapportant à l’époque où il était administrateur du Hilton. Il faut donc se replacer à la période postérieure à la publication du document du Hilton et à celle des stades ultérieurs de la relation fiduciaire.

[154] Le document du Hilton a été publié en février 1998 et l’hôtel a ouvert ses portes en juin 1999. Dans ce document, le VAC se disait administrateur du Marriott et il faisait état des conventions qu’il avait conclues avec cet hôtel — certaines similaires à celles du Hilton, d’autres propres au Marriott — et qui [TRADUCTION] « impos[aient] au promoteur des responsabilités et des obligations susceptibles d’avoir une incidence sur sa capacité d’exécuter les obligations prévues dans les ententes » (par. 4.9i)). Je n’accorde aucune importance au fait que le VAC se disait « promoteur » plutôt qu’« administrateur » dans ce contexte, car le document le désignait comme promoteur du projet. Comme la juge de première instance l’a conclu, [TRADUCTION] « les propriétaires du Hilton avaient consenti à ce que le VAC agisse pour le compte d’autres mandants qui leur faisaient concurrence au sein du même marché » (par. 425). Je suis d’accord avec le juge Chiasson lorsqu’il dit que la question se résume invariablement à savoir si les différences de rémunération étaient importantes, ce qui, dans l’affirmative, obligeait le VAC à en faire état et à obtenir le consentement des propriétaires du Hilton à cet égard. Il faut également se demander si, au cours de la relation fiduciaire, la situation a changé à un point tel que le VAC devait leur communiquer des renseignements supplémentaires et obtenir de nouveau leur consentement.

[155] L’importance des différences de rémunération à l’époque où les investisseurs ont pris leur décision a été examinée en détail dans le cadre de l’analyse de la responsabilité du VAC sous le régime de la Loi. J’ajouterais cependant que les obligations de communication auxquelles le VAC était tenu en sa qualité de fiduciaire n’étaient pas les mêmes que celles qui lui incombait aux termes de la Loi. En effet, le VAC avait l’obligation

facts or information, such as if there was a substantial risk that VAC's fiduciary relationship with the Hilton Owners would be materially and adversely affected by VAC's own interests or by VAC's duties to another (*Neil*, at para. 31). VAC's statutory duty was simply to disclose to investors certain prescribed information, without making material false statements. Nonetheless, in that regard, much of the evidence about the materiality of the Compensation Differences as it related to VAC's alleged statutory liability under the *Real Estate Act* would also have been relevant to the question of materiality under the fiduciary duty analysis.

[156] VAC submitted extensive evidence in support of its position that its lack of disclosure of the Compensation Differences in the Hilton Disclosure Statement did not constitute a material false statement under the legislation. There is no need to repeat that evidence here, which has been discussed in detail above. However, I would add that, in the context of proving or disproving the alleged breach of fiduciary duty, the parties are not precluded from bringing evidence that did not form part of the total mix of information available to investors at the time of their investment decisions, or evidence that would not have been available through the Hilton Disclosure Statement.

[157] For example, the evidence with respect to an industry practice of common management of competing hotels that was considered in relation to VAC's statutory defence is, in my view, also relevant to the question of whether the Compensation Differences were material in the context of the claim of breach of fiduciary duty. After all, the fiduciary relationship arose in the context of a disclosed conflict of interest of common management, and a reported practice of common management of competing hotels by VAC's related companies. Beyond the testimony of VAC's witnesses that common management of competing hotels took place without disclosure of the contractual terms to the different owners, it seems highly unlikely that

fiduciaire de communiquer tout fait ou renseignement important comme, par exemple, l'existence d'un risque sérieux que ses propres intérêts ou ses devoirs envers un tiers nuisent de façon importante à sa relation fiduciaire avec les propriétaires du Hilton (*Neil*, par. 31). L'obligation légale à laquelle le VAC était tenu consistait simplement à communiquer aux investisseurs certains renseignements bien précis tout en évitant de faire une déclaration erronée sur un point important. Néanmoins, à cet égard, une grande partie de la preuve concernant l'importance des différences de rémunération aurait aussi été pertinente, dans la mesure où elle portait sur la responsabilité du VAC sous le régime de la Loi, quant à la question de l'importance dans le cadre de l'analyse de l'obligation fiduciaire.

[156] Le VAC a produit une preuve abondante pour étayer son point de vue selon lequel son omission d'expliquer les différences de rémunération dans le document du Hilton ne constituait pas une déclaration erronée sur un point important au sens de la Loi. Il est inutile de répéter ces éléments de preuve à ce stade-ci car ils ont déjà été examinés en détail. J'ajouterais cependant que pour établir ou réfuter le manquement allégué à l'obligation fiduciaire, rien n'empêchait les parties de produire des éléments de preuve qui ne faisaient pas partie de l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs à l'époque où ils ont pris leur décision, ou qui n'étaient pas mentionnés dans le document du Hilton.

[157] Par exemple, les éléments de preuve concernant la pratique au sein de l'industrie en matière d'administration commune d'hôtels se faisant concurrence qui ont été examinés dans le cadre de l'examen du moyen de défense légal qui s'offrait au VAC sont, selon moi, tout aussi pertinents quant à la question de savoir si les différences de rémunération étaient importantes dans le contexte du manquement allégué à l'obligation fiduciaire. Après tout, la relation fiduciaire s'inscrivait dans le contexte de la communication de l'existence du conflit d'intérêts que suscitait l'administration commune des hôtels et du fait que les sociétés affiliées au VAC avaient l'habitude d'administrer en commun des hôtels se faisant concurrence. Au-delà de ce que les

management agreements negotiated between different parties at different times would have identical terms. This case yields one example, where the guaranteed rate of return offered to Marriott Owners apparently could not be offered in the Hilton Disclosure Statement a year later because of changes in securities laws. The fact that common management was nonetheless an accepted industry practice for different hotel chains in the same market suggests that industry players did not treat differing management compensation arrangements as material to the efficient operation or profitability of the hotels. Such evidence would have been relevant to the trial judge's consideration of the materiality of the Compensation Differences.

[158] In contrast to the evidence adduced by VAC, Sharbern did not provide any evidence as to the materiality of the Compensation Differences in this context. Nor did the trial judge consider all the evidence submitted by VAC in her assessment of the materiality of the financial incentives. Although the misrepresentation issue is distinct, the error seen in relation to that analysis applies equally to the analysis of the issue of whether VAC was liable for breach of fiduciary duty. The party seeking to establish the materiality of the undisclosed facts or information did not provide evidence upon which a finding of materiality could reasonably have been made.

[159] The fiduciary relationship also existed during the later period of time, during which VAC was managing the Hilton hotel. The Hilton hotel opened in June 1999. VAC disclosed the existence

témoins du VAC ont déclaré au sujet de l'administration commune d'hôtels se faisant concurrence pour le compte de propriétaires distincts qui ignoraient les modalités des contrats conclus à l'égard des hôtels autres que les leurs, il semble très peu probable que des ententes en vue de l'administration d'hôtels distincts conclues par différentes parties à des moments différents auraient comporté les mêmes modalités. La présente affaire en constitue un exemple. En effet, il semble bien que le VAC ne pouvait, en raison de certaines modifications apportées à la réglementation en matière de valeurs mobilières, promettre dans le document du Hilton le taux de rendement garanti qu'il avait offert aux propriétaires du Marriott l'année précédente. Le fait que l'administration commune de divers établissements pour le compte de chaînes hôtelières distinctes dans le même marché était une pratique reconnue au sein de l'industrie donne à penser que les différences dans les mesures incitatives au rendement en matière d'administration n'étaient pas considérées comme un facteur important s'agissant de la bonne marche ou de la rentabilité des hôtels. Une telle preuve constituait un élément pertinent dont la juge de première instance aurait dû tenir compte en évaluant l'importance des différences de rémunération.

[158] À la différence du VAC, Sharbern n'a soumis aucune preuve quant à l'importance des différences de rémunération dans ce contexte. La juge de première instance, quant à elle, n'a pas non plus examiné l'ensemble des éléments de preuve soumis par le VAC lorsqu'elle a évalué l'importance des incitatifs financiers. Bien que la question des déclarations inexacts soit distincte, l'erreur que la juge a commise dans le cadre de cette analyse a de la même façon entaché son analyse de la question de savoir si le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire. La partie qui cherchait à établir l'importance des faits ou des renseignements non communiqués n'a fourni aucune preuve permettant d'arriver rationnellement à cette conclusion.

[159] La relation fiduciaire existait également au cours de la période ultérieure pendant laquelle le VAC administrait le Hilton, qui a ouvert ses portes en juin 1999. Le VAC a révélé l'existence de la

of the guarantee in favour of Marriott Owners in a meeting with Hilton Owners on June 14, 2000. The timing of the disclosure of the differential in management fee is not clear. At some point, when the economy deteriorated and occupancy rates plummeted, the Compensation Differences potentially became more germane. So too would VAC's retention of the 24 strata lots in the Hilton hotel, at least in the eyes of Marriott Owners. VAC could then have had a renewed obligation to disclose what had arguably developed into a material conflict of interest, assuming a rejection of VAC's arguments that it lacked the practical means and incentive to act upon the Compensation Differences. How did the timing of these events compare to the timing of the June 2000 disclosure of the guaranteed rate of return to Marriott Owners? Did the conduct of the Hilton Owners subsequent to disclosure constitute consent, at least until the filing of the plaintiff's statement of claim in June 2003 or perhaps when they sought legal advice in the fall of 2002? Evidence on these considerations is not before us, and did not form part of the record before the trial judge.

[160] In sum, not only did the trial judge not consider all the evidence relevant to the issue of materiality, there was a failure on the part of the plaintiff to adduce evidence on the issue of the materiality of the Compensation Differences, either at the time of the Hilton Disclosure Statement or during the later stages of the fiduciary relationship. I am of the opinion that Sharbern failed to demonstrate that the Compensation Differences constituted a material fact or information beyond what had already been disclosed by VAC. Also, as found in the analysis of the misrepresentation issue, the trial judge's conclusions on the issue of breach of fiduciary duty were tainted by an expectation that VAC must disprove, rather than Sharbern satisfy its onus of proving, the materiality of the Compensation

garantie accordée aux propriétaires du Marriott lors de la réunion du 14 juin 2000 avec les propriétaires du Hilton. Par contre, on ne sait trop à quel moment les différences entre les frais d'administration de l'un et l'autre hôtel ont été portées à leur attention. À un moment donné, la situation économique s'étant détériorée et les taux d'occupation ayant chuté, les différences de rémunération ont acquis davantage de pertinence, tout comme la décision du VAC de conserver les 24 unités du Hilton, du moins aux yeux des propriétaires du Marriott. Ainsi, il se pourrait bien que le VAC était dès lors tenu à une nouvelle obligation de communication car, peut-on soutenir, le conflit d'intérêts était devenu important si l'on suppose bien entendu que les arguments du VAC selon lesquels il n'avait ni les moyens, ni une raison quelconque de tirer avantage des différences de rémunération sont dénués de fondement. Quel est le lien entre la séquence de ces événements et le fait que c'est en juin 2000 que les propriétaires du Hilton ont été mis au courant du taux de rendement garanti offert aux propriétaires du Marriott? Les actions des propriétaires du Hilton à la suite de la communication constituent-elles une manifestation de leur consentement qui aurait été valide à tout le moins jusqu'au dépôt de la déclaration des parties demanderesse, en juin 2003, ou à partir du moment où ils ont demandé un avis juridique, à l'automne 2002? À l'instar de la juge de première instance, nous ne disposons d'aucune preuve se rapportant à ces considérations.

[160] En résumé, non seulement la juge de première instance a-t-elle omis de tenir compte de l'ensemble des éléments de preuve se rapportant à la question de l'importance, mais la partie demanderesse n'a produit aucune preuve tendant à établir l'importance des différences de rémunération, que ce soit à l'époque où ce document a été publié ou aux stades ultérieurs de la relation fiduciaire. Selon moi, Sharbern n'a pas démontré que les différences de rémunération constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux que le VAC avait déjà déclarés. De plus, comme il ressort de l'analyse de la question de la déclaration inexacte, les conclusions de la juge sur la question de savoir s'il y a eu manquement à l'obligation fiduciaire ont été entachées par le fait qu'elle s'attendait à ce que

Differences. These problems loom large over the consideration of whether to remit the matter to the trial judge for a determination on the issue of the materiality of the Compensation Differences for the purpose of assessing VAC's liability for breach of fiduciary duty.

(5) The Non-Competition Agreement

[161] Apart from the non-disclosure of the Compensation Differences, Sharbern submits that it was a breach of VAC's fiduciary duty for VAC to direct its staff at the Hilton not to engage in price competition with the Marriott.

[162] The trial judge observed that VAC implemented a "non-competitive pricing policy which prevented the [Hilton, Marriott and Richmond Inn] from undercutting each other's room rates" with respect to the top ten corporate preferred accounts of each hotel (para. 161). The policy was implemented shortly after the Hilton's 2002 budget was put in place. She found that "[u]nder the policy, both the Hilton and the Marriott were constrained, but the *status quo* favoured the Marriott" as the Hilton was "trying to close the gap" (para. 454) that the Marriott had obtained because of a "year's head start by the time the Hilton opened" (para. 448).

[163] Irrespective of the merits of the contract, the trial judge held that it was a breach of fiduciary duty for VAC to commit the Hilton Owners to a price competition agreement with the Marriott Owners in the absence of the former's consent.

[164] VAC argues that the evidence at trial established that the price competition policy was not a

le VAC réfute l'importance de ces différences et non à ce que Sharbern s'acquitte de la charge qui lui incombait d'établir celle-ci. Ces problèmes ont une incidence considérable sur l'analyse de la question de savoir s'il convient de renvoyer l'affaire à la juge pour qu'elle se prononce sur la question de l'importance des différences de rémunération afin de décider si la responsabilité du VAC est engagée du fait qu'il a manqué à son obligation fiduciaire.

(5) Entente de non-concurrence

[161] Outre l'omission du VAC de faire état des différences de rémunération, Sharbern fait valoir que ce dernier a manqué à son obligation fiduciaire en ordonnant à son personnel du Hilton de ne pas faire concurrence au Marriott en diminuant ses prix.

[162] La juge de première instance a souligné que le VAC avait instauré une [TRADUCTION] « politique de non-concurrence en matière de fixation des prix qui empêchait [le Hilton, le Marriott et le Richmond Inn] de se faire concurrence en offrant des chambres à rabais » aux clients provenant des dix sociétés avec lesquelles les deux autres hôtels faisaient le plus souvent affaire (par. 161). Cette politique a été instaurée peu de temps après l'établissement du budget du Hilton pour l'année 2002. Elle a conclu que « [s]elon la politique, le Hilton et le Marriott avaient chacun une marge de manœuvre plutôt restreinte, mais le statu quo favorisait le Marriott », le Hilton « s'efforçant de le rattraper » (par. 454) car le Marriott jouissait « d'une longueur d'avance du fait qu'il avait ouvert ses portes un an avant [lui] » (par. 448).

[163] La juge de première instance a estimé qu'indépendamment du bien-fondé du contrat le VAC avait manqué à son obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton en concluant, pour leur compte, une entente de non-concurrence en matière de fixation des prix avec les propriétaires du Marriott, et ce, sans avoir préalablement obtenu leur consentement.

[164] Pour sa part, le VAC soutient qu'il ressort de la preuve produite en première instance que la

manifestation of a conflict of interest as a matter of fiduciary law. It says that the policy was in the best interests of both the Hilton and the Marriott Owners. For example, the general manager of the Marriott hotel, James Nesbitt, testified that the Marriott would have matched prices with the Hilton if necessary to retain any business that the Hilton hotel might have attempted to poach by underbidding. He observed that undercutting on price was “not a strategy that works at all” (R.R., vol. 11, at p. 2102). When asked about his experience with customers threatening to move hotels because of lower rates, Nesbitt testified that “in all cases -- because it’s much easier to retain an existing customer, than spend a lot to go out and find a new customer, in every case you would match that rate to make sure you kept the business” (*ibid.*, at p. 2104).

[165] First, I cannot agree with the trial judge’s conclusion that it was a breach of fiduciary duty for VAC to enter into agreements with the Marriott Owners on behalf of the Hilton Owners without prior consent. With three hotels located on the same property, connected by a shopping concourse, and managed through common management, agreements entered into by VAC on behalf of and between Hilton Owners and Marriott Owners would have been part of the ordinary course of business, as day-to-day matters that could not feasibly require prior consent of all Hilton Owners. Agreements to effect the sharing of common resources and expenses mentioned earlier would be one example. Significantly, the Hilton Disclosure Statement provided that VAC had the right to enter into such agreements. As stated at art. 4.4(b):

... the Asset Manager shall have the right to enter into such agreements and contracts, and to do such acts and things, as the Asset Manager, in its discretion,

politique de non-concurrence en matière de fixation des prix ne permettait pas, du point de vue du droit des fiducies, de conclure à l’existence d’un conflit d’intérêts. Selon lui, cette politique servait tant les intérêts des propriétaires du Hilton que ceux des propriétaires du Marriott. Par exemple, le directeur général du Marriott, James Nesbitt, a affirmé dans son témoignage que son hôtel aurait, au besoin, calqué ses prix sur ceux du Hilton afin de conserver la clientèle que ce dernier aurait pu tenter de lui dérober en offrant des chambres à rabais. Il a ajouté qu’offrir des chambres à rabais était [TRADUCTION] « une stratégie vouée à l’échec » (d.i., vol. 11, p. 2102). Interrogé sur ce qu’il faisait lorsque des clients menaçaient d’aller dans un autre hôtel dont les prix étaient moins élevés, il a affirmé que « comme il est beaucoup plus facile dans tous les cas de conserver ses clients que de consacrer d’importantes ressources pour en trouver de nouveaux, il faut toujours ajuster ses prix en fonction de ceux de l’autre hôtel afin de ne pas les perdre » (*ibid.*, p. 2104).

[165] Premièrement, je ne peux souscrire à la conclusion de la juge de première instance que le VAC a manqué à son obligation fiduciaire en concluant des ententes avec les propriétaires du Marriott pour le compte des propriétaires du Hilton sans avoir préalablement obtenu le consentement de ces derniers. En effet, les trois hôtels étant situés sur le même terrain, liés entre eux par un hall-promenade abritant des commerces, et administrés en commun, la conclusion d’ententes par le VAC pour le compte des propriétaires du Hilton et de ceux du Marriott, et entre ces deux groupes, s’inscrivait dans le cours normal de telles activités commerciales, et il n’était pas réaliste de penser qu’il devait chaque fois obtenir le consentement préalable de l’ensemble des propriétaires du Hilton à de telles activités quotidiennes. Les ententes de partage des ressources et des dépenses dont il a déjà été question en sont un exemple. Il importe de signaler que le par. 4.4b) du document du Hilton donnait au VAC le droit de conclure de telles ententes :

[TRADUCTION] ... l’administrateur des biens a le droit de conclure les ententes et les contrats, et d’accomplir les actes et choses qu’il considère nécessaires ou

considers necessary or desirable, including without limitation entering into affiliation, management, reservation, marketing agreements or licensing or franchise agreements with a hotel chain.

[166] Second, the trial judge erred by failing to consider evidence which was relevant to the materiality of the non-competition agreement, such as evidence of other effects of common management and their impact on the Hilton Owners. Wedge J. simply saw the non-competition agreement as proof of the potential conflict of interest created by common management, commenting that “[t]he highly competitive hotel industry does not embrace the notion of even-handedness” (para. 303). She ignored other evidence to the effect that the three hotels also shared business with each other. VAC’s evidence indicated that the Marriott referred business to the Hilton or the Richmond Inn when it did not have the capacity or did not wish to accommodate the lower room rate requested by the client. When the Marriott did not have the capacity to accommodate all the Cathay Pacific air crews, it negotiated a contract which gave a portion of the Cathay Pacific business to the Hilton. In my view, the trial judge erred in assessing the materiality of the non-competition agreement to Hilton Owners without determining, on the totality of evidence, whether it was part of an overall practice of cooperation that was to the ultimate benefit of the three hotels.

[167] In sum, without proof that the non-competition agreement constituted a material fact or information beyond what had already been disclosed by VAC, I cannot accept that the non-competition agreement constituted a breach of fiduciary duty.

VI. Summary and Conclusions

[168] In view of the length of these reasons, it will be useful to summarize my conclusions at this point.

souhaitables dans l’exercice de sa discrétion, notamment conclure, sans limitation, des ententes d’affiliation, d’administration, de réservation ou de mise en marché, ou des contrats de licence ou de franchisage, avec une chaîne hôtelière.

[166] Deuxièmement, la juge Wedge a commis une erreur en omettant de prendre en compte certains éléments de preuve pertinents quant à l’importance de l’entente de non-concurrence, tels des éléments de preuve se rapportant à d’autres effets de l’administration commune et à l’incidence de ceux-ci sur les propriétaires du Hilton. Pour elle, l’entente de non-concurrence n’était rien de plus que la preuve que l’administration commune était susceptible d’engendrer un conflit d’intérêts. Elle a d’ailleurs souligné que [TRADUCTION] « [l]’industrie hôtelière, où la concurrence est féroce, ne fait aucune place à la mise en équilibre équitable des intérêts » (par. 303). Elle n’a pas non plus tenu compte d’autres éléments de preuve démontrant que les trois hôtels se partageaient aussi de la clientèle. Selon la preuve du VAC, le Marriott envoyait au Hilton ou au Richmond Inn les clients qu’il ne pouvait accueillir de même que ceux à qui il ne voulait pas accorder un tarif moins élevé. Quand le Marriott s’est rendu compte qu’il ne pouvait accueillir tous les membres d’équipage de la Cathay Pacific, il a conclu un contrat en vertu duquel il cédait au Hilton une partie de cette clientèle. Selon moi, la juge a commis une erreur en appréciant l’importance de l’entente de non-concurrence pour les propriétaires du Hilton sans même avoir décidé, à la lumière de l’ensemble de la preuve, si celle-ci s’inscrivait dans le cadre d’une pratique générale de collaboration qui, en bout de ligne, avantageait les trois hôtels.

[167] En résumé, compte tenu de l’absence de preuve établissant que l’entente de non-concurrence constituait un fait ou un renseignement important autre que ceux qui avaient déjà été déclarés par le VAC, je ne peux accepter qu’elle constituait un manquement à l’obligation fiduciaire.

VI. Résumé et conclusions

[168] Étant donné la longueur des présents motifs, il est utile, à ce stade-ci, de résumer mes conclusions.

[169] As to VAC's liability for material false statements under the *Real Estate Act*:

1. The key question for liability under s. 75(2) of the *Real Estate Act* was to determine if the Compensation Differences were material. Except in cases where materiality can reasonably be established through common sense inferences, materiality must be proven through evidence, and is a fact-specific inquiry, determined on a case-by-case basis. Investors do not have to prove that the undisclosed information would have changed their decision to invest. However, they must prove a substantial likelihood that it would be considered important by a reasonable investor in making an investment decision. That is, there must be a substantial likelihood that a reasonable investor would consider the fact as having significantly altered the total mix of available information.
2. The trial judge made three errors in her materiality assessment. First, she treated the conflict of interest as inherently material; second, she reversed the onus of proof of materiality; and, third, she did not consider all of the evidence available to her on the issue of materiality.
3. The onus was on Sharbern to prove that the Compensation Differences were material. It did not adduce any evidence which could reasonably do so.
4. Even if VAC were found to have made a "material false statement", the statutory defence found in s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act* would have availed to its benefit. The trial judge erred by not considering this defence. The statutory defence was established. VAC led evidence to show that it subjectively believed

[169] S'agissant de la responsabilité légale du VAC pour déclaration erronée sur un point important :

1. La question clé pour décider de la responsabilité du VAC en application du par. 75(2) de la Loi consiste à savoir si les différences de rémunération étaient importantes. Sauf dans les cas où on peut raisonnablement faire cette preuve par le biais d'inférences fondées sur le bon sens, l'importance s'établit au moyen d'éléments de preuve dans le cadre d'un examen propre aux faits de l'espèce. Les investisseurs n'ont pas à prouver que les renseignements qui ne leur ont pas été communiqués auraient changé leur décision. Ils doivent toutefois établir l'existence d'une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait tenu compte de ces renseignements dans le cadre de son analyse s'ils lui avaient été communiqués, c'est-à-dire l'existence d'une probabilité marquée qu'un tel investisseur aurait jugé que les renseignements auraient modifié de façon significative l'ensemble des renseignements mis à sa disposition.
2. La juge de première instance a commis trois erreurs dans son évaluation de l'importance. D'abord, elle a conclu que le conflit d'intérêts était en soi important; ensuite, elle a inversé le fardeau de la preuve quant à l'importance; enfin, elle a omis de considérer l'ensemble des éléments de preuve dont elle disposait en ce qui concerne la question de l'importance.
3. Il incombait à Sharbern de démontrer que les différences de rémunération étaient importantes. Or, Sharbern n'a produit aucun élément de preuve dont on pourrait raisonnablement penser qu'il fait cette démonstration.
4. Même si on concluait qu'il a fait une « déclaration erronée sur un point important », le VAC pouvait se prévaloir du moyen de défense prévu au sous-al. 75(2)(b)(viii) de la Loi. La juge de première instance a commis une erreur en n'en tenant pas compte, même si le VAC s'en est prévalu. En effet, le VAC a produit une preuve

and had reasonable grounds for believing that the Compensation Differences were not material. Sharbern did not direct this Court to any evidence to the contrary.

5. The presumption of deemed reliance under the *Real Estate Act* was rebuttable when it could be proven, on a balance of probabilities, that the investor had knowledge of the misrepresented or omitted facts or information at the time the investor made the purchase.

[170] As to VAC's liability for negligent misrepresentation, the trial judge erred by not considering whether VAC breached the standard of care. As there was no evidence capable of supporting a finding of breach of standard of care, VAC cannot be held liable for negligent misrepresentation.

[171] As to VAC's liability for breach of fiduciary duties:

1. When VAC began acting as manager under the Hotel Asset Management Agreement, a fiduciary relationship arose between VAC and Sharbern (and the other Hilton Owners).
2. VAC had already disclosed, and the Hilton Owners had consented to, VAC's common management of the Hilton and the Marriott hotels. Therefore, that conflict of interest was not a breach of VAC's fiduciary duty. VAC was only obliged to disclose the Compensation Differences if they constituted material facts or information beyond what had already been disclosed. Sharbern did not adduce evidence to establish the materiality of the Compensation Differences. Additionally, the trial judge erred by reversing the onus of proof of materiality and by not considering all the evidence adduced by VAC relevant to the issue of materiality.

démontrant qu'il croyait subjectivement, et qu'il avait des motifs raisonnables de croire, que les différences de rémunération n'étaient pas importantes. Sharbern n'a attiré l'attention de la Cour sur aucun élément de preuve contraire.

5. La présomption prévue par la Loi selon laquelle les investisseurs sont réputés s'être fiés à ce qui leur a été présenté était réfutable par le biais d'une preuve établissant, selon la prépondérance des probabilités, que l'investisseur était au courant des déclarations inexactes ou des omissions au moment où il a fait son acquisition.

[170] S'agissant de la responsabilité du VAC selon les règles de la common law en matière de déclaration inexacte faite par négligence, la juge de première instance s'est trompée car elle a omis de se demander si le VAC avait contrevenu à la norme de diligence. Faute de preuve permettant de conclure qu'il avait effectivement manqué à cette norme, la responsabilité du VAC pour avoir fait par négligence des déclarations inexactes ne saurait être engagée.

[171] S'agissant de la responsabilité du VAC pour manquement à ses obligations fiduciaires :

1. Dès que le VAC a commencé à administrer le Hilton conformément à l'entente conclue à cette fin, il existait une relation fiduciaire entre lui et Sharbern (et les autres propriétaires du Hilton).
2. Le VAC avait déjà déclaré qu'il administrait à la fois le Hilton et le Marriott, ce à quoi les propriétaires du Hilton avaient consenti. Ce conflit d'intérêts ne constituait donc pas un manquement à son obligation fiduciaire. Le VAC ne devait faire état des différences de rémunération que si elles constituaient des faits ou des renseignements importants autres que ceux qui avaient déjà été déclarés. Or, Sharbern n'a produit aucun élément de preuve établissant que les différences de rémunération étaient importantes. De plus, la juge de première instance a commis une erreur en inversant le fardeau de la preuve relatif à l'importance et en omettant de tenir compte de l'ensemble de la preuve se rapportant à cette question.

3. The trial judge erred by not assessing the materiality of the non-competition agreement, and Sharbern did not adduce evidence to establish its materiality.

[172] I am mindful of the time and resources expended by the parties in the eight years since this litigation commenced. It cannot be in the interests of justice or the parties to prolong the matter further than necessary.

[173] Had I not found that Sharbern had failed to adduce any evidence to establish the materiality of the Compensation Differences or that VAC could claim the benefit of the statutory defence under s. 75(2)(b)(viii) of the *Real Estate Act*, I would have considered remitting the matter to Wedge J. for a determination of the issues in consideration of all the relevant evidence and in accordance with these reasons. However, she would be placed in the position of reassessing the issues upon a consideration of a wider swath of evidence, all in support of only VAC, without any evidence to support the position of Sharbern. The same dilemma arises if she is directed to reconsider whether VAC breached its fiduciary duty to the Hilton Owners by failing to disclose the Compensation Differences during the course of its management of the Hilton hotel.

[174] Cases such as *Hollis v. Dow Corning Corp.* have discussed the circumstances under which it is appropriate for an appellate court to make a fresh assessment of the evidence on the record. Whether the appellate court should do so will depend upon what is in the interests of justice, and whether a fresh assessment is feasible on a practical level. Feasibility often depends upon the extent to which the credibility of witnesses is at issue as opposed to a consideration of documentary evidence. I am mindful that this case involved a two-month trial, which included much *viva voce* evidence. However, none of the findings of fact by the trial judge appear to be predicated upon her assessment of the credibility of witnesses.

3. La juge de première instance a commis une erreur lorsqu'elle a omis d'évaluer l'importance de l'entente de non-concurrence; pour sa part, Sharbern n'a produit aucune preuve démontrant que cette entente était importante.

[172] Je suis conscient du fait que les parties ont consacré beaucoup de temps et de ressources à ce litige depuis qu'il a pris naissance il y a huit ans, et il ne saurait être dans l'intérêt de la justice ou des parties de le faire inutilement perdurer.

[173] Si je n'avais pas conclu que Sharbern avait omis de produire des éléments de preuve établissant l'importance des différences de rémunération ou que le VAC pouvait se prévaloir du moyen de défense prévu au sous-al. 75(2)(b)(viii) de la Loi, j'aurais songé à renvoyer l'affaire à la juge Wedge pour qu'elle se prononce sur les questions en litige en tenant compte de l'ensemble des éléments de preuve pertinents et en conformité avec les présents motifs. Dans cette éventualité, il lui aurait fallu trancher les questions litigieuses en tenant compte d'un plus grand nombre d'éléments de preuve, tous favorables au VAC, mais sans aucun élément de preuve étayant le point de vue de Sharbern. Par ailleurs, le même dilemme se pose si on l'invite à réexaminer la question de savoir si le VAC a manqué à son obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton du fait qu'il ne leur a pas communiqué les différences de rémunération alors qu'il administrait cet hôtel.

[174] Dans des arrêts comme *Hollis c. Dow Corning Corp.*, la Cour a discuté des circonstances dans lesquelles il sied à une cour d'appel de procéder à une nouvelle appréciation de la preuve au dossier. La cour d'appel ne doit le faire que si cela est dans l'intérêt de la justice et si, sur le plan pratique, il lui est possible de le faire. Il arrive souvent que cette dernière question dépend de l'importance que revêt la crédibilité des témoins plutôt que d'un examen de la preuve documentaire. Je suis conscient que la présente affaire a donné lieu à un procès qui a duré deux mois et au cours duquel il y a eu de nombreux témoignages de vive voix. Toutefois, aucune des conclusions de fait tirées par la juge de première instance ne semble fondée sur une appréciation de la crédibilité des témoins.

[175] It has been a recurring finding throughout my consideration of the issues in this case that Sharbern failed to adduce evidence to support key aspects of its claims. As plaintiff, Sharbern had the burden of proving all the necessary elements of its claims, on a balance of probabilities. Sharbern was given the opportunity of a two-month trial to produce such evidence. Nonetheless, it failed to lead sufficient evidence to discharge its onus with respect to establishing the requisite breach of the standard of care necessary to its claim of negligent misrepresentation.

[176] It also failed to produce evidence in support of the materiality of the Compensation Differences, both with respect to whether a failure to disclose them resulted in (i) a material false statement attracting liability under the *Real Estate Act*, or (ii) a breach of its fiduciary duty to the Hilton Owners as the manager of the Hilton hotel. The first may have been due to its position argued in this Court that “there is no need for a plaintiff to tender industry or expert evidence as to what would influence a reasonable investor because the question of materiality of conflicts of interest in a prospectus is uniquely for the court” (A.F., at para. 40). As I said previously, this position misapprehended the fact-based inquiry that is required in order to establish materiality, as well as the onus on a plaintiff to adduce evidence in support of materiality. Sharbern’s failure to adduce evidence of materiality in the context of the claim of breach of fiduciary duty may similarly stem from a misapprehension of the principle that there is only a duty to disclose material facts or information.

[177] This Court is in the same position as was the Court of Appeal, which signalled throughout

[175] J’ai conclu à plusieurs reprises, tout au long de mon examen des questions litigieuses en l’espèce, que Sharbern n’avait produit aucune preuve étayant les aspects clés de ses allégations. Or, il lui incombait, en sa qualité de partie demanderesse, d’établir selon la prépondérance des probabilités le bien-fondé des éléments essentiels de celles-ci, et elle a bénéficié d’un procès de deux mois pour le faire. Malgré cela, elle n’est pas parvenue à soumettre suffisamment d’éléments de preuve pour démontrer que le VAC avait contrevenu à la norme de diligence, et ainsi établir le bien-fondé du recours qu’elle a intenté pour déclaration inexacte faite par négligence.

[176] En outre, elle n’a produit aucune preuve tendant à démontrer que les différences de rémunération étaient importantes tant en ce qui concerne (i) la question de savoir si, en omettant de les communiquer, le VAC se trouvait à faire une déclaration erronée sur un point important, engageant ainsi sa responsabilité sous le régime de la Loi, que (ii) celle de savoir si, du fait de cette omission, il avait manqué à son obligation fiduciaire envers les propriétaires du Hilton en sa qualité d’administrateur de l’hôtel. En ce qui concerne la première question, l’omission de Sharbern est peut-être attribuable au point de vue qu’elle a exprimé devant notre Cour selon lequel [TRADUCTION] « la partie demanderesse n’est pas tenue de présenter une preuve d’expert ou une preuve établissant la pratique au sein de l’industrie sur ce qui peut influencer sur la décision d’un investisseur raisonnable, car la question de l’importance des conflits d’intérêts dans un prospectus en est une qui relève exclusivement des tribunaux » (m.a., par. 40). Comme je l’ai déjà dit, ce point de vue reflétait une mauvaise compréhension de l’analyse factuelle nécessaire pour établir l’importance ainsi que de l’obligation du demandeur de produire des éléments de preuve à cet égard. En ce qui concerne la deuxième question, le défaut de Sharbern de présenter de tels éléments de preuve est peut-être également attribuable à la mauvaise compréhension du principe selon lequel l’obligation de communication ne vise que les faits ou renseignements importants.

[177] La Cour se trouve dans la même position que la Cour d’appel, qui a souligné tout au long de

its reasons for judgment that the plaintiff had failed to adduce objective evidence to support its claims. In my opinion, the evidence before the trial court could not support a finding that VAC was liable under the *Real Estate Act*, for negligent misrepresentation or for a breach of fiduciary duty either for failing to disclose the Compensation Differences or in implementing the non-competition policy.

[178] I would dismiss the appeal. Leave to appeal in this matter was granted with costs in the cause. Section 37 of the British Columbia *Class Proceedings Act* establishes a no costs regime in the trial court and the Court of Appeal. However, that statute does not apply to this Court. The respondents are entitled to their costs in this Court.

Appeal dismissed with costs.

Solicitors for the appellant: Nathanson, Schachter & Thompson, Vancouver.

Solicitors for the respondents: Heenan Blaikie, Vancouver; Lakhani & Company, Vancouver.

ses motifs de jugement que la partie demanderesse n'avait produit aucun élément de preuve objectif à l'appui de ses allégations. Selon moi, la preuve dont le tribunal de première instance a été saisi ne permettait pas de conclure à la responsabilité du VAC sous le régime de la Loi, pour avoir fait par négligence des déclarations inexactes, ou pour avoir manqué à son obligation fiduciaire, soit parce qu'il avait omis de communiquer les différences de rémunération, soit en raison du fait qu'il avait mis en œuvre la politique de non-concurrence.

[178] Je suis donc d'avis de rejeter l'appel. La demande d'autorisation d'appel dans le présent dossier a été accueillie avec dépens suivant l'issue de la cause. Il est vrai que selon l'art. 37 de la *Class Proceedings Act* de la Colombie-Britannique ni le tribunal de première instance ni la Cour d'appel ne peut accorder de dépens lorsqu'il s'agit d'un recours collectif, mais cette loi ne s'applique pas à notre Cour. Les intimés ont droit à leurs dépens devant notre Cour.

Pourvoi rejeté avec dépens.

Procureurs de l'appelante: Nathanson, Schachter & Thompson, Vancouver.

Procureurs des intimés: Heenan Blaikie, Vancouver; Lakhani & Company, Vancouver.