

INSTRUCTION GÉNÉRALE 51-201 RELATIVE AUX LIGNES DIRECTRICES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION DE L'INFORMATION ET ABROGATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE N° C-40 L'INFORMATION OCCASIONNELLE - AVIS DE PUBLICATION

Référence : Bulletin hebdomadaire : 2002-07-12, Vol. XXXIII n° 27

AVIS

INSTRUCTION GÉNÉRALE 51-201 RELATIVE AUX LIGNES DIRECTRICES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION DE L'INFORMATION

ET

ABROGATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE N° C-40 L'INFORMATION OCCASIONNELLE

I. Avis d'adoption de l'instruction générale et d'abrogation de l'instruction générale

La Commission, de concert avec les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les " ACVM " ou " nous ") a adopté l'*Instruction générale 51-201 relative aux lignes directrices en matière de communication de l'information* (l'" instruction générale ").

Nous avons par ailleurs abrogé l'Instruction générale n° C-40.

Nous avons publié un projet d'instruction aux fins de consultation le 25 mai 2001¹⁽¹⁾. L'annexe A contient la liste des personnes et sociétés qui ont formulé des commentaires à cette occasion. Nous avons apporté un certain nombre de modifications à l'instruction en réponse à ces commentaires. L'annexe B résume les commentaires et nos réponses. Dans l'ensemble, les modifications apportées à l'instruction ne sont pas importantes et n'introduisent aucun concept nouveau ni aucun changement de direction par rapport à l'avis de consultation initial. Par conséquent, nous ne publions pas le texte de nouveau aux fins de consultation.

II. Objet de l'instruction générale

L'instruction générale a été adoptée en réponse aux préoccupations liées à la communication sélective de l'information. Il y a communication sélective de l'information lorsqu'une société communique des renseignements importants et confidentiels à une ou plusieurs personnes ou sociétés, et non au public en général. La communication sélective de l'information peut donner aux personnes ou sociétés qui en bénéficient la possibilité de faire des opérations d'initiés. Elle mine également la confiance des investisseurs dans le caractère équitable et l'intégrité des marchés financiers.

Nous ne présentons pas de notions de droit nouveau dans ce domaine, car les dispositions de la législation canadienne relative à la communication d'information privilégiée interdisent déjà la communication sélective d'information. L'instruction générale vise deux objectifs. En premier lieu, elle contribuera à faire en sorte que les investisseurs aient tous accès à l'information importante susceptible d'influer sur leurs décisions en matière de placement. En second lieu, elle aidera les sociétés à s'y retrouver, entre la concurrence du monde des affaires et les exigences législatives. À ces fins, l'instruction générale

- décrit les obligations d'information occasionnelle des émetteurs assujettis et le mécanisme de dépôt

de documents confidentiels prévu par la législation;

- donne des directives pour interpréter les interdictions de communication sélective de l'information actuellement prévues par la législation;
- indique les pratiques en matière de communication qui font courir de grands risques aux sociétés, compte tenu des interdictions de communication sélective de l'information prévues par la législation;
- donne des exemples d'éléments d'information susceptibles d'être importants aux termes de la législation en valeurs mobilières;
- indique certaines des " pratiques exemplaires " que les sociétés peuvent adopter pour s'acquitter de leurs obligations en matière de communication de l'information.

III. Résumé des réponses aux questions particulières

Cette section porte sur les réponses aux questions particulières posées dans l'avis de mai 2001. On trouvera à l'annexe B un résumé plus détaillé des commentaires reçus à cet égard et des réponses que nous avons formulées.

1. Exception pour communication dans le " cours normal des activités "

Nous avons consulté les intéressés sur notre traitement de l'exception pour les communications faites dans le " cours normal des activités ". Nous souhaitons notamment savoir si elle devait s'appliquer aux communications faites à un souscripteur éventuel dans le cadre d'un placement privé.

La version de l'instruction générale publiée en mai 2001 prévoyait que les communications faites par une société dans le cadre d'un placement privé pouvaient être faites dans le " cours normal des activités ". Les observateurs étaient divisés sur la question. Les partisans de cette solution ont fait valoir que les sociétés peuvent avoir besoin de recevoir de l'information importante pour réunir des fonds. En outre, les souscripteurs d'un placement privé négocient généralement avec la société émettrice pour obtenir l'information dont ils ont besoin afin de prendre leur décision d'investissement. Les opposants de cette solution ont pour leur part soutenu que les souscripteurs d'un placement privé, qui souscrivent les titres directement auprès de la société émettrice, ne devraient pas être avantagés, du point de vue de l'information, par rapport aux investisseurs du marché secondaire.

Après avoir étudié les différents arguments, nous avons décidé de conserver notre solution initiale. En effet, nous craignons que l'adoption d'une interprétation restrictive de cette exception risquerait de limiter indûment la capacité des sociétés de réunir des fonds dans le marché des placements privés. Nous estimons également que la législation protège convenablement les investisseurs du marché secondaire parce qu'elle interdit aux souscripteurs de placements privés de communiquer l'information reçue de la société émettrice (sauf dans le " cours normal des activités ") ou de s'en servir pour réaliser des opérations avant qu'elle n'ait été " communiquée au public ". Toutefois, compte tenu des préoccupations formulées par les observateurs, nous avons ajouté une directive : l'information doit être communiquée au marché dès que possible.

2. Information communiquée au public

Nous avons consulté les intéressés sur la méthode proposée pour déterminer comment une société peut satisfaire à l'exigence de " communication au public " prévue par les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée.

La version de l'instruction générale publiée en mai 2001 expliquait comment les tribunaux et les commissions ont interprété l'expression " communication au public ". Nous y indiquions que les sociétés peuvent notamment remplir l'exigence de communication au public prévue par la disposition interdisant la communication d'information privilégiée en publiant des communiqués de presse diffusés par un service de presse ou une agence de transmission à grande diffusion ou en faisant des annonces dans le cadre de conférences de presse ou de conférences téléphoniques, du moment qu'elles en avisent adéquatement le public et que celui-ci peut y assister. Nous indiquions également que le fait d'afficher de l'information sur le site Web d'une société ne suffisait pas pour remplir l'exigence de communication au public.

Nous avons reçu trois lettres de commentaires selon lesquelles les communiqués de presse devraient être le seul moyen acceptable de communication de l'information au public. Un observateur a fait valoir que l'affichage d'information sur un site Web devrait être considéré comme une communication au public.

Nous convenons que la façon la plus sûre de communiquer l'information importante au public est probablement de publier un communiqué de presse²⁽²⁾, mais nous n'estimons pas que cela soit la seule méthode dont les sociétés puissent se prévaloir. Dans ce domaine, la législation en valeurs mobilières ne prescrit aucune méthode en particulier et ne contient aucune ligne directrice qui convienne à toutes les situations : les sociétés doivent choisir une méthode de communication qui leur permette de diffuser l'information importante de façon à joindre réellement les participants du marché. D'ailleurs, la jurisprudence en matière d'opérations d'initiés leur donne une latitude considérable pour choisir la méthode appropriée de " communication au public ". Nous estimons par conséquent qu'il ne serait pas souhaitable pour nous de modifier l'instruction générale d'une façon qui laisserait entendre que les sociétés ne peuvent communiquer l'information au public qu'en publiant des communiqués de presse³⁽³⁾. Nous ne voulons pas les empêcher d'utiliser les technologies actuelles à cette fin, pourvu que les méthodes retenues ne soient pas contraires aux objectifs de la réglementation des valeurs mobilières.

Nous nous sommes également demandé s'il ne fallait pas nous raviser au sujet de l'affichage de l'information sur les sites Web. Nous estimons que les sites Web des sociétés peuvent être un élément important d'une stratégie efficace de communication de l'information; nous encourageons donc les sociétés à se servir d'Internet pour améliorer l'accès des investisseurs à l'information les concernant. Toutefois, le simple fait d'afficher de l'information importante sur un site Web ne constitue pas, selon nous, une " communication au public ", car l'information affichée de la sorte n'est pas communiquée activement au marché. Au contraire, les investisseurs doivent faire l'effort de la chercher pour la trouver. À mesure que la technologie évoluera, nous réviserons l'instruction générale à cet égard.

3. Pratiques exemplaires en matière de communication de l'information

Nous avons consulté les intéressés sur les détails pratiques de la mise en œuvre, par les sociétés, des " pratiques exemplaires " en matière de communication de l'information proposées dans l'instruction générale.

Dans l'ensemble, les observateurs étaient en faveur des " pratiques exemplaires " recommandées. L'un d'eux s'inquiétait toutefois à l'idée que ces pratiques proposées ne deviennent obligatoires, malgré notre intention de ne pas rendre ces recommandations obligatoires. Le même observateur craignait également que les lignes directrices ne soient un fardeau pour les plus petites sociétés.

En signalant les dangers de certaines pratiques, l'instruction générale vise à aider les petites sociétés à gérer leurs obligations de communication de l'information et à réduire les risques d'infraction à la législation en valeurs mobilières. L'objectif est de décrire ce qui, selon nous, constitue de bonnes pratiques en matière de communication de l'information, et non d'imposer des exigences réglementaires. Nous

espérons que les sociétés reconnaîtront, elles aussi, les bienfaits de ces pratiques pour ce qui est de leur crédibilité et de l'intégrité des marchés. Chaque société doit définir et élaborer elle-même, en fonction de sa situation, un régime de communication de l'information qui réponde à ses besoins. Nous n'ignorons pas que nombre de grandes sociétés ont des préposés aux relations avec les investisseurs et qu'elles consacrent des ressources considérables à la communication de l'information, alors que chez les plus petites sociétés, ce rôle est souvent dévolu à certains hauts dirigeants, aux multiples fonctions desquels il vient s'ajouter. Nous encourageons les sociétés à adopter les mesures suggérées dans l'instruction générale, en les appliquant de manière souple et raisonnable en fonction de leur situation. Lorsque nous suggérons des méthodes de communication, nous ne faisons qu'indiquer la marche à suivre pour obtenir de bons résultats; nous ne prétendons pas qu'aucune autre méthode n'est acceptable. Enfin, nous avons voulu refléter dans l'instruction générale les pratiques en matière de communication que de nombreuses sociétés ont déjà adopté volontairement⁴⁽⁴⁾.

IV. Résumé des modifications apportées à l'instruction générale

L'annexe B du présent avis résume les modifications apportées à l'instruction générale en réponse aux commentaires reçus. Nous attirons votre attention sur les points suivants :

“ Cours normal des activités ”

- La liste d'exemples de communications faites dans le “ cours normal des activités ” a été allongée pour tenir compte de certaines communications avec les actionnaires contrôlants (voir le paragraphe 3.3(4) de l'instruction générale).
- Nous avons expliqué pourquoi, selon nous, les communications des émetteurs avec les agences de notation peuvent être faites dans le “ cours normal des activités ” (voir le paragraphe 3.3(7) de l'instruction générale).
- Nous avons ajouté les directives suivantes pour les communications des sociétés avec les médias :
 - nous expliquons que les relations avec les médias contribuent souvent à bien informer le marché, mais qu'il faut redoubler de prudence pour éviter de communiquer de l'information importante qui n'est pas encore connue du public;
 - nous soulignons le fait qu'il n'est pas interdit aux sociétés de discuter avec les médias d'information non importante qui a déjà été communiquée au public (voir le paragraphe 3.3(8) de l'instruction générale).

Information “ communiquée au public ”

- Les recommandations relatives à la communication de l'information au public ont été clarifiées. Nous recommandons désormais aux sociétés de mettre une transcription ou un enregistrement des conférences téléphoniques avec les analystes à la disposition du public pendant un laps de temps raisonnable (voir le paragraphe 3.5(4) de l'instruction générale)⁵⁽⁵⁾.

Importance

- Nous avons ajouté des exemples d'information importante (voir l'article 4.3 de l'instruction générale).
- Nous avons modifié les explications concernant les politiques d'information occasionnelle des Bourses pour insister sur l'importance de leur respect par les émetteurs (voir le paragraphe 4.5(2) de

l'instruction générale).

Risques liés à certaines communications d'information

- Nous conseillons désormais aux sociétés de ne pas redistribuer de rapports d'analystes à leurs actionnaires ou à des investisseurs éventuels, car, ce faisant, elles peuvent donner l'impression d'en approuver le contenu (voir le paragraphe 5.2(4) de l'instruction générale).
- Les recommandations concernant l' " obligation de mise à jour " ont été modifiées comme suit :
 - nous avons écarté la suggestion selon laquelle l'obligation de communiquer de l'information sur les " changements importants " comporte une " obligation de mettre à jour " l'information financière prospective communiquée volontairement;
 - nous rappelons aux sociétés que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces interdit à quiconque exerce des activités de relations avec les investisseurs, ou a l'intention d'effectuer une opération sur titres de faire une déclaration qu'il sait ou devrait savoir être trompeuse⁶⁽⁶⁾;
 - nous recommandons aux sociétés de prendre l'habitude de mettre à jour leurs estimations de résultats;
 - nous soulignons l'avantage, pour les sociétés, d'expliquer aux investisseurs leur méthode de mise à jour lorsqu'elles fournissent de l'information financière prospective, quelle que soit la méthode retenue (voir l'article 6.9 de l'instruction générale)⁷⁽⁷⁾.

Pratiques exemplaires en matière de communication de l'information

- Nous recommandons dorénavant que le conseil d'administration ou le comité de vérification examine les éléments d'information suivants avant leur publication :
 - les indications concernant les bénéfices;
 - les communiqués de presse contenant de l'information financière tirée d'états financiers qui n'ont pas encore été publiés.

Nous avons également précisé que le fait de publier de l'information tirée d'états financiers qui n'ont pas été examinés par le conseil d'administration ou le comité de vérification est incompatible avec les exigences d'examen préalable de certaines provinces.

- Les recommandations concernant la durée de la " période de silence " ont été modifiées pour préciser que :
 - les sociétés devraient éviter de discuter de leur information financière, et notamment de leurs attentes en matière de bénéfices, avec des analystes et des investisseurs pendant la " période de silence ";
 - la " période de silence " ne devrait pas empêcher les sociétés de communiquer dans le cours normal des activités avec des analystes et des investisseurs, ni de prendre part à des conférences ou à des rencontres avec des investisseurs pour discuter d'information publique ou non importante (voir l'article 6.10 de l'instruction générale)⁸⁽⁸⁾.

- Nous recommandons désormais aux sociétés d'afficher en même temps sur leur site Web toute l'information qu'elles déposent dans SEDAR (voir le paragraphe 6.12(2) de l'instruction générale).

Nous notons également que plusieurs initiatives sont en cours en ce qui concerne les normes régissant le travail des analystes financiers. En réponse aux recommandations du Comité de l'industrie des valeurs mobilières sur les normes régissant le travail des analystes (le " comité Crawford "), l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a publié, le 5 juillet dernier, un projet de Principe directeur n^o 11, *Normes régissant le travail des analystes*. Les ACVM étudient actuellement ce projet et pourraient donner d'autres directives en la matière.

V. Dispositions de la législation en valeurs mobilières du Canada et de la *Regulation FD* qui interdisent la communication d'information privilégiée

Une section de l'avis accompagnant la version de l'instruction générale publiée en mai 2001 était réservée aux mesures prises par les autorités de réglementation étrangères en réponse aux préoccupations en matière de communication sélective de l'information, particulièrement la *Regulation FD* de la Securities and Exchange Commission. Prière de se reporter à cet avis pour une description de la *Regulation FD*. Nous reproduisons en annexe le tableau comparatif des dispositions canadiennes et américaines en matière de communication sélective de l'information. Il est important que les sociétés gardent ces différences à l'esprit, car le respect des règles américaines ne garantit pas nécessairement le respect des règles canadiennes dans ce domaine.

VI. Texte de l'instruction générale

Le texte de l'instruction générale est reproduit ci-après.

FAIT LE 9 JUILLET 2002.

ANNEXE

COMPARAISON DES DISPOSITIONS DE LA LÉGISLATION EN VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA ET DE LA *REGULATION FD* QUI INTERDISENT LA COMMUNICATION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

Remarque : Les dispositions de la législation en valeurs mobilières qui interdisent la communication d'information privilégiée sont généralement identiques dans l'ensemble du Canada. Elles présentent toutefois certaines différences. Il est donc conseillé aux participants des marchés de consulter la législation applicable dans chaque province du territoire pour connaître le détail des interdictions.

Éléments

Règle ou interdiction de base

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

Aucune personne ou société ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti ne doit communiquer à une autre personne ou société un fait important ou un changement important (de l'« information privilégiée » au Québec) concernant cet émetteur avant que ce fait ou changement important n'ait été communiqué au public.

Regulation FD

L'émetteur, ou la personne agissant en son nom, qui communique de l'information importante et inconnue du public à propos de lui-même ou de ses titres à toute personne visée par la *Regulation FD* rend l'information publique :

- 1) Simultanément, dans le cas d'une communication volontaire;
- 2) Rapidement, dans le cas d'une communication involontaire.

Éléments

Portée des communications visées (communication d'information « par »)

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

Communication d'information par un émetteur assujetti et toute personne ou société ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti.

« Personne ou société ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti » s'entend :

- des administrateurs, membres de la direction ou salariés d'un émetteur assujetti;
- des initiés à l'égard d'un émetteur assujetti, des personnes du même groupe ou des personnes ayant des liens avec lui;
- des personnes ou sociétés qui entreprennent des activités professionnelles ou commerciales avec un émetteur assujetti;
- des personnes ou sociétés qui ont été mises au courant d'information importante concernant l'émetteur assujetti pendant qu'elles étaient une des personnes ou sociétés ci-dessus.
- des personnes ou sociétés qui ont été mises au courant d'information importante concernant l'émetteur par une autre personne ou société et qui savent ou auraient raisonnablement dû savoir que cette autre personne ou société entretenait de tels rapports;

La législation en valeurs mobilières du Québec étend l'interdiction à :

- toute personne qui dispose d'une information privilégiée provenant, à sa connaissance, d'un initié à

l'égard d'un émetteur, d'une personne du même groupe que celui-ci, d'une personne ayant des liens avec lui, ou de toute autre personne qui dispose d'une information privilégiée à l'occasion des rapports qu'elle entretient avec l'émetteur assujetti;

- toute personne qui dispose d'une information privilégiée, qu'elle connaît comme telle.

Regulation FD

Communication d'information par un émetteur ou une personne agissant en son nom.

“ Personne agissant au nom d'un émetteur ” s'entend de tout membre de la haute direction, membre de la direction, salarié ou mandataire de l'émetteur qui communique régulièrement avec certaines personnes énumérées dans la *Regulation FD* ou avec les porteurs de titres de l'émetteur.

Éléments

Portée des communications visées (communication d'information “ à ”)

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

Communication d'information à une autre personne ou société

Regulation FD

Communication d'information à des professionnels du marché ou aux porteurs de titres de l'émetteur, notamment :

- les courtiers ou les personnes ayant des liens avec eux;
- les conseillers en valeurs, les gestionnaires au service d'investisseurs institutionnels ou les personnes ayant des liens avec eux;
- les sociétés d'investissement ou les personnes du même groupe qu'elles;
- les porteurs de titres de l'émetteur dans les cas où il est raisonnable de prévoir qu'ils achèteront ou vendront des titres de l'émetteur sur la base de l'information.

Sont exclues les communications d'information :

- à toute personne qui a une obligation fiduciaire envers l'émetteur (par ex. un avocat, un courtier agissant pour l'émetteur ou un comptable);
- à toute personne qui convient expressément de préserver le caractère confidentiel de l'information;
- à toute entité dont l'activité principale consiste à attribuer des notes, à condition que l'information ne soit communiquée qu'en vue de l'attribution d'une note et que la note soit rendue publique;
- faites dans le cadre d'un placement de titres enregistrés en vertu de la *Securities Act*.

Éléments

Importance

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

Toute information “ qui a un effet significatif sur le cours ou la valeur [des] valeurs mobilières ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet ”.

Aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, “ information privilégiée ” s'entend de “ toute information encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable ”.

Regulation FD

Selon la jurisprudence américaine :

- l'information est importante s'il y a une probabilité marquée qu'un actionnaire raisonnable estimerait qu'elle l'est au moment de prendre une décision d'investissement;
- il doit y avoir une probabilité marquée qu'un fait soit jugé suffisamment important par un investisseur raisonnable pour modifier de façon notable l'ensemble des renseignements à sa disposition.

Éléments

Moment de la communication requise

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

L'émetteur doit communiquer l'information importante au public **avant** de la communiquer à toute autre personne ou société.

Si un " changement important " se produit dans les affaires d'un émetteur assujéti, celui-ci doit aussitôt publier et déposer un communiqué de presse en exposant la substance, puis déposer une déclaration de changement important dans les dix jours de la date à laquelle celui-ci est survenu.

Regulation FD

Si la communication sélective de l'information est " volontaire ", l'émetteur est tenu de communiquer simultanément l'information au public.

- La communication sélective de l'information est " volontaire " si l'émetteur ou la personne qui agit en son nom sait ou devrait savoir avant de communiquer l'information que celle-ci est importante et inconnue du public.

Si la communication sélective de l'information est involontaire, l'émetteur est tenu de communiquer " rapidement " l'information au public.

- " rapidement " signifie dès que possible (mais en aucun cas après le début du jour ouvrable suivant de la Bourse de New York ou plus de 24 heures après la communication, selon la plus éloigné de ces deux échéances) après qu'un haut dirigeant de l'émetteur a eu connaissance d'une communication involontaire d'information dont il sait ou devrait savoir qu'elle est importante et inconnue du public.

Éléments

Critère à employer pour la communication requise

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

L'émetteur doit avoir communiqué l'information importante au public avant de pouvoir la communiquer à une autre personne ou société.

La législation provinciale en valeurs mobilières ne définit pas l'expression " communiquée au public ". La législation québécoise emploie l'expression " connue du public ".

Regulation FD

L'émetteur qui communique de l'information importante et inconnue du public doit la communiquer au public.

Selon la *Regulation FD*, la communication au public s'entend :

- soit de la livraison ou du dépôt d'un formulaire 8-K auprès de la Securities and Exchange Commission;
- soit d'une communication qui est raisonnablement conçue pour diffuser largement l'information dans le public, sans exclure quiconque.

Éléments

“ cours normal des activités ”

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

La communication d'information importante dans le cours normal des activités est exemptée de l'application des dispositions interdisant la communication d'information privilégiée.

Éléments

Responsabilité et moyens de défense

Disposition interdisant la communication d'information privilégié

Les personnes ou sociétés qui contreviennent aux dispositions interdisant la communication d'information privilégiée sont passibles de sanctions de la part de l'autorité en valeurs mobilières provinciale pertinente.

Il peut s'agir :

- de poursuites intentées devant les instances administratives provinciales qui peuvent prononcer, dans l'intérêt public, des interdictions d'opérations, des suspensions de l'inscription, des retraits de dispense et à des interdictions d'agir à titre d'administrateur ou de membre de la direction d'un émetteur;
- de poursuites civiles en vue de demander aux tribunaux de déclarer la personne ou société en cause en contravention avec la législation en valeurs mobilières provinciale et de lui imposer les sanctions qu'ils jugent appropriées;
- de poursuites devant la Cour des infractions provinciales pouvant donner lieu à des amendes ou à des peines de prison ou aux deux.

Aucune personne ou société ne peut être déclarée coupable d'une contravention aux dispositions interdisant la communication d'information privilégiée si elle établit qu'elle avait des motifs raisonnables de croire que l'information importante avait été préalablement communiquée au public (ou, au Québec, qu'elle était connue du public).

Regulation FD

Les personnes ou sociétés qui contreviennent à la *Regulation FD* sont passibles de sanctions de la part de la Securities and Exchange Commission.

Il peut s'agir :

- de poursuites devant les instances administratives donnant lieu à des interdictions d'opérations;
- de poursuites civiles donnant lieu à des injonctions ou à des amendes.

La *Regulation FD* ne crée pas de nouvelle obligation en vertu des dispositions sur la répression de la fraude ou les litiges privés de la législation américaine en valeurs mobilières.

- La *Rule 10b-5* n'impose aucune responsabilité à l'émetteur et aucune responsabilité privée n'a été créée **uniquement** pour les contraventions à la *Regulation FD*.

ANNEXE A

Liste des observateurs

1. Association for Investment Management and Research - Canadian Advocacy Council
2. Corporation Financière Canada-Vie
3. Institut canadien de relations avec les investisseurs
4. La Bourse de croissance TSX Inc. (La Bourse de croissance TSX) - (Canadian Venture Exchange (CDNX) au moment de la lettre de commentaires)
5. Howson Tattersall Investment Counsel Ltd.
6. Intrawest Corporation
7. John Kaiser, Canspec Research
8. McCarthy Tétrault s.r.l.
9. Ogilvy Renault
10. Association du Barreau de l'Ontario - Sous-comité sur les valeurs mobilières de la Section du droit des affaires (ABO)
11. Simon Romano
12. J.D. Scarlett
13. Scotia Capitaux Inc.
14. Shareholder Association for Research and Education
15. La Bourse de Toronto Inc. (TSX)

ANNEXE B

Questions et observateurs

Information occasionnelle et critères d'importance

Institut canadien des relations avec les investisseurs (CIRI) (25/07/01)

Shareholder Association for Research and Education

J.D. Scarlett

John Kaiser, Canspec Research

McCarthy Tétrault

Commentaires

Il faudrait donner des directives plus claires pour déterminer l'importance, notamment en fournissant davantage d'exemples de ce qui constitue un changement important et un fait important, donner davantage de directives sur l'application des critères d'importance en fonction de la volatilité des titres et fournir des exemples de ce qui **n'est pas** un changement important.

Réponses des ACVM

Nous reconnaissons qu'il n'est pas toujours facile de déterminer l'importance, mais nous estimons également qu'il n'est ni judicieux ni faisable de dresser une liste exhaustive d'événements toujours ou jamais importants. La détermination de l'importance est fonction de la situation particulière de l'émetteur; un fait important pour un émetteur dans certaines circonstances peut ne pas l'être pour un autre dans une autre situation. Les définitions de " fait important " et de " changement important " sont assez souples pour déterminer l'importance selon les circonstances particulières à chacun en appliquant les critères aux faits.

Répondant à des commentaires analogues selon lesquelles une ligne de démarcation très nette devait être tracée pour l'application de la *Regulation FD*, la SEC a cité et approuvé l'arrêt de la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 236 (1988). Le raisonnement tenu par la Cour dans cet arrêt peut très bien être appliqué au critère d'importance dans le contexte canadien : [Traduction] " Une règle comportant une ligne de démarcation très nette est en effet plus facile à suivre qu'un critère dont la mise en œuvre demande l'exercice du jugement dans des circonstances particulières. Or la facilité de mise en œuvre n'est pas à elle seule une excuse pour ne pas tenir compte des objectifs de la législation en valeurs mobilières et des orientations définies par le Congrès. Toute formule prévoyant qu'un fait ou événement unique permet toujours d'aboutir à une conclusion, comme l'importance, qui dépend fondamentalement des faits de l'espèce, a nécessairement une portée ou trop large ou trop étroite. "

L'instruction générale a été modifiée pour allonger la liste d'exemples d'événements ou d'éléments d'information susceptibles d'être importants. Cependant, nous n'avons pas tenté de dresser une liste exhaustive de faits et de changements qui peuvent être importants ou non, car l'instruction générale déconseille justement de recourir à une " liste de contrôle " pour déterminer l'importance. Elle encourage les émetteurs à observer comment le marché réagit à l'information qu'ils publient. Le suivi et l'évaluation permanents de ces réactions aideront à déterminer ce qui est important.

Commentaires

Les ACVM devraient envisager d'inclure une disposition d'exonération et un moyen de défense fondé sur la diligence raisonnable pour protéger les émetteurs qui n'ont pas communiqué un élément d'information parce qu'il n'a pas été confirmé ou n'est pas encore suffisamment probable.

Réponses des ACVM

Les ACVM estiment qu'il est inutile de prévoir une exonération dans ces situations parce que l'information qui n'est pas encore suffisamment probable n'est pas considérée comme importante et n'est donc pas visée par les exigences d'information occasionnelle. La définition de " changement important " prévue par la législation en valeurs mobilières provinciale vise toute décision de mettre en œuvre un changement adopté par la haute direction de l'émetteur qui croit probable la confirmation de sa décision par le conseil d'administration. Si la confirmation est improbable, la décision de mettre en œuvre le changement n'est pas un changement important et n'a donc pas à être communiquée immédiatement.

En outre, les ACVM ne peuvent pas prévoir de disposition d'exonération d'une exigence de la législation en valeurs mobilières provinciale ni de moyen de défense contre une telle exigence dans une instruction générale.

Commentaires

Les ACVM devraient désigner une personne-ressource pour les questions de détermination de l'importance.

Réponses des ACVM

D'après ce que nous avons pu constater, les émetteurs et leurs conseillers juridiques veulent rarement consulter les autorités de réglementation sur ces questions, mais le personnel des autorités provinciales est à la disposition de ceux qui ont besoin d'assistance.

Commentaires

Les autorités de réglementation devraient adopter comme pratique de délivrer des lettres de non-objection sur lesquelles les émetteurs puissent s'appuyer.

Réponses des ACVM

Cette démarche peut être appropriée dans certains cas, rares, mais les ACVM n'estiment pas que l'on puisse démontrer qu'il soit nécessaire de l'adopter officiellement. La portée de l'examen des décisions des émetteurs en matière de détermination de l'importance par les autorités de réglementation provinciales n'est pas telle que l'adoption de cette pratique soit justifiée.

Commentaires

Les ACVM devraient actualiser les exigences relatives au dépôt des déclarations de changement important confidentielles et fournir des directives à ce sujet.

Réponses des ACVM

L'instruction générale donne des directives sur le dépôt des déclarations de changement important confidentielles aux articles 2.2 et 2.3 de la partie II.

Commentaires

Il faudrait expliquer la différence entre un fait important, un changement important et l'information importante. L'instruction générale devrait préciser qu'un fait important doit être communiqué au public s'il a été communiqué de façon sélective. Il faudrait également préciser que l'obligation d'information occasionnelle ne nécessite pas la communication immédiate de toute information d'ordre prédictif ou de nature délicate pour le marché, comme les faits importants.

Réponses des ACVM

L'instruction générale énonce diverses obligations relatives aux changements importants et aux faits importants. À l'article 2.1 et dans la note de bas de page 1, elle réitère la définition de " changement important " et l'obligation d'information occasionnelle qui en découle. L'article 3.1 et les notes de bas de page 6 et 7 énoncent les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée et les définitions de " fait important " et d'" information privilégiée ". Le paragraphe 3.1(1) et la note de bas de page 8 ont été modifiés pour préciser que les faits importants et les changements importants constituent de l'information importante. Le paragraphe 3.1(4) a aussi été modifié pour préciser que l'obligation d'information occasionnelle ne vise pas les faits importants. L'article 3.5 indique que les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée empêchent les émetteurs de donner à quiconque de l'information importante et inconnue du public. L'article 3.5 et la note de bas de page 20 indiquent également que ce n'est pas toute l'information importante qui doit être communiquée au marché.

Commentaires

L'observateur proteste contre l'aspect *a posteriori* de la détermination de l'importance, laquelle ne devrait pas englober les changements de cours ou de valeur d'un titre qui n'étaient pas raisonnablement prévisibles.

Réponses des ACVM

Deux observateurs protestent contre l'aspect *a posteriori* de la définition de " fait important " dans la législation en valeurs mobilières provinciale. Selon cette définition, un fait est important s'il a un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur.

L'instruction générale ne peut pas modifier les lois en vigueur. Les mesures recommandées dans l'instruction générale ne sont pas normatives et ne sauraient l'être. Les termes " changement important " et " fait important " sont définis dans la législation et l'instruction générale n'est pas un texte de nature à modifier ces définitions.

Toutefois, les ACVM proposent de modifier la définition de " fait important " dans le cadre de leur projet de recours civil pour manquement aux obligations d'information continue. Cette mesure supprimerait l'aspect rétroactif de la définition actuelle. Le projet de définition est le suivant : " **fait important** " : en ce qui concerne des valeurs mobilières qui ont été émises ou dont l'émission est projetée, un fait qui a un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur ou dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait cet effet ". (Voir l'avis 53-302 des ACVM, *Proposal for a Statutory Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of " Material Fact " and " Material Change "* (2000) 23 OSCBI).

Selon l'observateur, les changements importants devraient être limités à l'information concernant

l'activité et les affaires de l'émetteur dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle entraîne un changement appréciable du cours ou de la valeur des titres de l'émetteur. En fait, comme la définition de " fait important " est la seule à contenir cet élément rétrospectif, il est inutile de modifier la définition de " changement important " pour répondre à cette préoccupation.

Commentaires

L'obligation de communiquer un changement important si l'approbation du conseil d'administration est probable devrait être modifiée : elle ne devrait s'enclencher que lorsque le conseil a officiellement donné son approbation. La technologie moderne permet de diffuser l'information rapidement, de sorte que l'on peut se passer du délai supplémentaire que constitue l'attente d'une approbation " imminente ".

Réponses des ACVM

L'instruction générale ne peut pas modifier les exigences en vigueur de la législation en valeurs mobilières provinciale. De plus, cet article ne vise pas uniquement à allouer un délai suffisant pour annoncer un changement important qui paraît imminent; il empêche également les émetteurs de reporter l'annonce d'un changement important qui se produira vraisemblablement, au motif que le conseil d'administration ne l'a pas approuvé officiellement.

Commentaires

L'instruction générale devrait exiger la communication occasionnelle de toute information importante, y compris des faits importants et des changements importants. Il faudrait modifier la législation en valeurs mobilières à cette fin.

Réponses des ACVM

Comme nous l'avons vu, l'instruction générale ne peut pas modifier les exigences en vigueur de la législation en valeurs mobilières provinciale pour exiger la communication occasionnelle de l'information importante. Voir l'observation analogue de la Bourse de Toronto et la réponse des ACVM ci-dessous.

Commentaires

L'instruction générale devrait contenir davantage de directives pour interpréter ce qui constitue de l'information importante; la liste d'exemples d'information importante tirée des politiques des Bourses devrait être allongée et inclure des événements politiques, économiques ou sociaux qui se rapportent directement aux affaires de l'émetteur.

Réponses des ACVM

Comme nous l'avons indiqué en réponse à une observation analogue ci-dessus, nous souscrivons à cette position et avons modifié l'instruction générale pour fournir davantage d'exemples de faits et d'éléments susceptibles d'être importants.

L'instruction générale a également été modifiée pour clarifier les directives concernant l'importance de la conjoncture politique, économique et sociale (voir l'article 4.4 de l'instruction générale). En règle générale, les émetteurs ne sont pas tenus d'interpréter l'incidence de la conjoncture politique, économique ou sociale sur leurs affaires. Toutefois, si des faits de cette nature ont eu ou peuvent

avoir un effet direct sur leur activité et leurs affaires, qui répond au critère d'incidence sur le marché et est différent de ce que les sociétés du même secteur d'activité peuvent ressentir, ces faits sont certainement importants.

Commentaires

- Les ACVM devraient adopter le critère d'importance américain, qui est le critère de l'investisseur raisonnable.
- Le critère de l'incidence sur le marché repose sur l'hypothèse que les opérations sur le marché secondaire indiquent si l'information est importante pour l'émetteur. Cette hypothèse est erronée dans les cas où il y a peu d'opérations sur les titres ou lorsque le marché n'est pas efficient, car la variation du cours n'est alors pas vraiment révélatrice de l'importance de l'information.
- Le critère américain ne permet pas aux émetteurs de reporter ou d'éviter la communication d'information en fonction de la réaction du marché après coup.

Réponses des ACVM

L'adoption du critère d'importance américain a été étudiée dans le cadre du projet de modification de la législation en valeurs mobilières instaurant un régime de responsabilité civile limitée pour infraction aux obligations d'information continue (voir l'avis 53-302 des ACVM, *Proposal for a Statutory Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of " Material Fact " and " Material Change "*). Les ACVM ont notamment envisagé de modifier les définitions de " fait important " et de " changement important " pour tenir compte du critère de l' " investisseur raisonnable " en usage au Québec et aux États-Unis. Toutefois, certains des auteurs des commentaires sur le projet de modification craignaient que l'adoption d'un autre critère d'importance ne soulève trop de questions d'interprétation et n'introduise un niveau de subjectivité et d'incertitude inacceptable dans la détermination de l'importance. En dernière analyse, donc, les ACVM ont décidé de ne pas apporter aux définitions les modifications proposées dans le cadre de leur projet de responsabilité civile pour manquement aux obligations d'information continue.

Commentaires

L'instruction générale ne traite pas de la " théorie " de la combinaison d'éléments d'information. Elle devrait reconnaître qu'un analyste pourrait, en combinant des faits insignifiants, obtenir de l'information importante.

Réponses des ACVM

L'instruction générale traitait de cette théorie au paragraphe 5.1(1), note de bas de page 28, de la version publiée le 25 mai 2001 aux fins de consultation. Elle a été modifiée, de sorte que le texte de cette note de bas de page y a été intégré à titre de paragraphe 5.1(4).

Commentaires

Dans la partie V, l'instruction générale indique que les émetteurs doivent se garder de communiquer aux analystes des données significatives telles que le chiffre d'affaires et le montant des profits : cela laisse entendre que les ACVM considèrent comme importants ces éléments d'information, ce qui a aussi des répercussions sur les opérations d'initiés. Il ne faudrait pas que les lignes directrices créent un nouveau critère d'importance. Par conséquent, il serait peut être bon de préciser que le

commentaire des ACVM ne vise pas à modifier le critère d'importance.

Réponses des ACVM

Les lignes directrices ne créent pas de nouveau critère d'importance. Il est à noter que les lignes directrices en question se trouvent dans la partie de l'instruction générale intitulée " Risques liés à certaines communications d'information ", partie qui souligne les pratiques de communication de l'information que les ACVM jugent risquées. L'exemple donné (chiffre d'affaires et profit) est conforme aux lignes directrices que l'on peut trouver dans les politiques des Bourses en matière d'information occasionnelle, et aux termes desquelles toute modification significative des bénéfices à court terme est considérée comme importante. Nous ne créons aucun critère d'importance en reconnaissant que le chiffre d'affaires et le profit sont généralement considérés comme de l'information importante par le marché.

Questions et observateurs

Abrogation de l'IG C-40

Bourse de Toronto
Bourse de croissance TSX
McCarthy Tétrault

Commentaires

L'abrogation de l'IG C-40 fragmenterait le régime d'information occasionnelle : l'obligation prévue par la loi en matière d'information occasionnelle sur les changements importants serait différente de celle prévue par la Bourse de Toronto pour la communication de l'information importante. Cette norme élevée serait isolée.

Réponses des ACVM

Pas plus que le régime actuel, le régime d'information résultant de l'abrogation de l'IG C-40 n'est à deux niveaux. En exigeant la communication immédiate de toute information importante (tant les faits importants que les changements importants), l'IG C-40 outrepasserait les limites normatives d'une instruction générale. Selon la législation en valeurs mobilières, les obligations d'information occasionnelle des émetteurs consistent uniquement à communiquer les changements importants et les autres éléments d'information expressément exigés par les dispositions applicables.

Ceci n'empêche pas les Bourses d'appliquer leurs propres exigences en matière d'information occasionnelle aux émetteurs inscrits à leur cote. L'instruction générale a été modifiée pour souligner le fait qu'il est tout à fait normal que les Bourses imposent des exigences aux sociétés inscrites, en plus de celles de la législation en valeurs mobilières (voir le paragraphe 4.5(2) de l'instruction générale).

Commentaires

En l'absence de directives de la part des ACVM pour suivre les politiques de la Bourse, les sociétés inscrites pourraient être tentées de ne pas tenir compte des normes plus strictes de celle-ci, au risque d'être suspendues ou radiées de la cote, sachant que la Bourse hésitera à prendre des mesures aussi draconiennes.

Réponses des ACVM

Le projet d'abrogation de l'IG C-40 ne doit pas être perçu comme un manque de soutien des ACVM pour les régimes d'information occasionnelle des Bourses. L'instruction générale a été modifiée pour souligner le fait que les ACVM s'attendent à ce que les émetteurs inscrits à la cote des Bourses se conforment aux exigences de ces dernières, y compris en matière d'information occasionnelle. Les émetteurs qui ne respectent pas ces exigences sont passibles de poursuites administratives devant l'autorité de réglementation des valeurs mobilières (voir le paragraphe 4.5(2) de l'instruction générale).

L'instruction générale a également été modifiée pour mentionner le règlement intervenu dans l'affaire Air Canada. En l'espèce, les parties ont convenu qu'en révélant les bénéficiaires à treize analystes et non pas au public en général, la société avait enfreint le *Toronto Stock Exchange Company Manual* (le manuel de la Bourse de Toronto) et par conséquent agi contrairement à l'intérêt du public (voir la note de bas de page 32 de l'instruction générale).

Commentaires

Si les émetteurs avaient la possibilité de ne pas communiquer les faits importants, ils pourraient communiquer les bonnes nouvelles et dissimuler les mauvaises, ce qui diminuerait la qualité de leur information. L'existence de deux normes pourrait également les induire en erreur.

Réponses des ACVM

Le paragraphe 2.1(2) de l'instruction générale indique que les mauvaises nouvelles doivent être communiquées aussi rapidement et intégralement que les bonnes nouvelles. L'instruction générale a été modifiée pour préciser que les autorités provinciales en valeurs mobilières pourraient enquêter sur les sociétés qui communiquent les bonnes nouvelles mais dissimulent les mauvaises.

Commentaires

L'observateur recommande que les ACVM adoptent une règle d'information occasionnelle exigeant la communication de l'information importante. Subsidiairement, il faudrait modifier la législation en valeurs mobilières provinciale pour aboutir au même résultat.

Réponses des ACVM

Le Committee on Corporate Disclosure de la Bourse de Toronto (le "comité Allen") a étudié cette question mais n'a pas recommandé d'exigence d'information occasionnelle pour l'information importante dans son rapport final (voir *Responsible Corporate Disclosure, a Search for Balance*, mars 1997).

Dans son rapport provisoire, le comité Allen avait recommandé de donner force de loi à l'IG C-40, ce qui aurait créé une obligation d'information occasionnelle pour l'information importante. Toutefois, comme un des membres du comité l'a fait remarquer, cette recommandation n'était pas exempte de difficultés. L'imposer pouvait réduire le champ d'application de l'interdiction des opérations d'initiés, augmenter le nombre de dépôts de documents confidentiels et donner lieu à la publication de communiqués de presse tout au long de la réalisation d'une opération pour satisfaire l'exigence. La distinction faite par la législation en valeurs mobilières provinciale entre les faits importants et les changements importants permettait de reporter la communication à tel point qu'un fait nouveau constituait un changement dans l'activité, le fonctionnement ou le capital de l'émetteur, tout en

reconnaissant que certains éléments d'information ne constituant pas un changement pouvaient tout de même avoir une incidence sur le cours de l'action de l'émetteur. Les personnes en possession de cette information ne devraient pas être autorisées à faire des opérations sur les titres de l'émetteur, à moins que l'information ne soit communiquée au public.

Commentaires

L'abrogation de l'IG C-40 entraînera la création d'un régime d'information à deux niveaux. L'IG C-40 harmonisait l'exigence de la loi en matière d'information occasionnelle et les exigences de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX. Cette uniformité était un facteur de certitude pour les émetteurs.

Réponses des ACVM

Voir ci-dessus.

Commentaires

L'instruction générale ne précise pas que les émetteurs doivent se conformer aux règles des Bourses en matière d'information occasionnelle. Ni le paragraphe 1.1(3) ni l'article 2.1 de l'instruction générale ne font référence aux politiques des Bourses en la matière. La partie V n'explique pas convenablement que les obligations imposées par les Bourses en matière de communication de l'information ne visent pas seulement les changements importants, mais aussi l'information importante. La diversité des normes d'information occasionnelle pourrait donner lieu à davantage de " négociations " avec les sociétés inscrites sur ce qu'elles sont tenues de communiquer.

Réponses des ACVM

Les émetteurs concluent avec les Bourses des conventions d'inscription qui les obligent à respecter certaines règles. Nous avons indiqué ci-dessus que les ACVM s'attendent à ce que les émetteurs assujettis respectent leurs obligations contractuelles en se conformant aux règles applicables, ce qui est une condition d'inscription.

Les exigences prévues par les politiques des Bourses en matière d'information sont traitées au paragraphe 4.5(2) de l'instruction générale.

Commentaires

Les ACVM devraient réconcilier les exigences d'information occasionnelle de la législation en valeurs mobilières provinciale et des politiques des Bourses.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Questions et observateurs

Pratiques exemplaires

ABO

Commentaires

- L'observateur craint que les " pratiques exemplaires " ne deviennent obligatoires, bien que l'instruction générale n'ait pas de visée normative. Au fil du temps, les pratiques exemplaires deviendront la norme de responsabilité civile à employer pour juger les actions des membres de la directions des sociétés ouvertes. Elles peuvent imposer un fardeau administratif aux petits émetteurs, qui se sentiront obligés de les adopter pour ne pas engager leur responsabilité.

- Les ACVM devraient être prudentes lorsqu'elles utilisent des lignes directrices sur les " pratiques exemplaires " pour façonner leurs instructions générales.

Réponses des ACVM

Nous comprenons la crainte formulée par cet observateur. Nous rappelons toutefois que les " pratiques exemplaires " énoncées dans l'instruction générale ne sont pas des mesures normatives, mais qu'elles répondent à la description d'" instruction générale " que l'on trouve dans la législation en valeurs mobilières provinciale. Les ACVM estiment que suggérer des " pratiques exemplaires " est le meilleur moyen de fournir des directives dans ce domaine important. Les autres options envisagées par les ACVM consistaient notamment à établir des règles normatives et à ne donner aucune directive.

Questions et observateurs

Part II - Information occasionnelle

McCarthy Tétrault

Commentaires

Dans la mesure où la partie II propose une démarche générale en matière d'information occasionnelle, les ACVM devraient adopter la solution québécoise. En vertu du régime québécois d'information occasionnelle, aucune société n'est tenue de communiquer de l'information si elle en appréhende un préjudice. De la même manière, il n'existe aucune exigence de dépôt réglementaire.

Réponses des ACVM

Nous prenons acte des différences entre les lois des territoires. Toutefois, l'instruction générale ne modifie pas et ne peut modifier les exigences d'information occasionnelle prévues par la législation en valeurs mobilières provinciale, et notamment le mécanisme de dépôt de déclarations de changement important confidentielles qui existe à l'extérieur du Québec.

Questions et observateurs

3.2 Personnes assujetties aux dispositions interdisant la communication d'information privilégiée

Les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée s'appliquent à quiconque a des " rapports particuliers " avec un émetteur assujetti.

J.D. Scarlett

Commentaires

- Il n'y a pas de directives en ce qui concerne les obligations des personnes bénéficiant de " tuyaux " qui reçoivent de l'information de personnes n'ayant pas de rapports particuliers avec un émetteur assujetti.
- Prenons par exemple le cas d'un courtier qui consulte, pour le compte de l'initiateur d'une offre publique d'achat visant les titres d'un émetteur assujetti, un conseiller chargé de la gestion d'un portefeuille à propos du blocage des titres de l'émetteur assujetti, mandat que le conseiller refuse. Est-il interdit au conseiller de faire des opérations sur les titres de l'émetteur assujetti?

Réponses des ACVM

Nous estimons que l'interdiction de la communication d'information privilégiée répond à la question soulevée par cet observateur. L'offre publique d'achat visant les titres de l'émetteur assujetti serait vraisemblablement de l'information importante pour celui-ci. Il est raisonnable de s'attendre à ce que la nouvelle d'une offre publique d'achat ou d'un projet d'offre publique d'achat visant l'émetteur assujetti ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de ses actions. La législation en valeurs mobilières provincial interdirait à l'initiateur d'informer quiconque du projet d'offre publique d'achat avant que la nouvelle n'ait été communiquée au public, sauf s'il communique l'information dans le cours normal des activités aux fins de l'opération.

Le courtier envisageant de bloquer des actions pour le compte de l'initiateur serait également empêché d'informer quiconque de l'offre publique d'achat avant que la nouvelle n'ait été communiquée au public, sauf s'il communique l'information dans le cours normal des activités. Selon la définition de " personne ou société ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti ", les personnes fournissant des services professionnels pour le compte d'une société à l'origine d'une offre publique d'achat visant les titres d'un émetteur assujetti sont réputées avoir des rapports particuliers avec cet émetteur. De la même manière, le conseiller chargé de la gestion du portefeuille ne pourrait informer personne de l'offre publique d'achat avant que la nouvelle n'ait été communiquée au public. Aux termes de la définition, sont également réputées avoir des rapports particuliers avec un émetteur assujetti les personnes qui apprennent de l'information importante concernant cet émetteur de personnes dont elles savent ou auraient dû savoir qu'elles entretenaient de tels rapports avec celui-ci.

Questions et observateurs

3.3 Cours normal des activités

La disposition interdisant la communication d'information privilégiée permet à toute société de communiquer de l'information de façon sélective si elle le fait dans le " cours normal des activités ".

Shareholder Association for Research and Education
Simon Romano
McCarthy Tétrault

Commentaires

L'instruction générale devrait limiter l'exception pour communication dans le cours normal des activités à une seule communication, pour que les personnes bénéficiant de " tuyaux " ne puissent pas rediffuser l'information auprès d'autres personnes ou sociétés. Les personnes qui reçoivent de l'information importante dans le cours normal des activités pourraient, elles aussi, communiquer

l'information de façon sélective aux médias ou aux investisseurs sans que cela ait de répercussions, car, ayant reçu l'information dans le cours normal des activités, ces personnes n'auraient pas de rapports particuliers avec l'émetteur assujetti.

Réponses des ACVM

Les ACVM rejettent cette interprétation du fonctionnement des dispositions interdisant la communication d'information privilégiée. Même si une communication sélective d'information est permise en vertu de l'exception pour communication dans le " cours normal des activités ", les personnes ou sociétés en cause ont quand même des rapports particuliers avec l'émetteur assujetti. Par conséquent, il est inutile de limiter les communications dans le cours normal des activités à une seule occurrence pour empêcher la communication d'information privilégiée à d'autres personnes, car le destinataire tombe sous le coup de l'interdiction par effet de la législation.

Commentaires

La législation en valeurs mobilières devrait être modifiée pour élargir le champ d'application des dispositions interdisant la communication d'information privilégiée à quiconque est en possession d'information importante et inconnue du public, au lieu de le limiter aux personnes ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti.

Réponses des ACVM

Il est inutile de modifier la législation en valeurs mobilières provinciale pour apporter cette modification parce que la définition actuelle de " personne ou société ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti " s'applique dans la situation décrite par cet observateur. La définition s'entend " d'une personne ou d'une société qui est mise au courant d'un fait important ou d'un changement important concernant l'émetteur par une autre personne ou société visée au présent paragraphe, y compris une personne ou une société visée au présent alinéa, et qui sait ou aurait raisonnablement dû savoir que cette autre personne ou société entretenait de tels rapports ". Cet aspect de la définition élargit à toute personne ou société mise au courant d'information importante qui n'a pas été communiquée au public le champ d'application de l'interdiction de communication d'information privilégiée.

Commentaires

Pourquoi la communication d'information aux agences de notation est-elle faite dans le cours normal des activités, et non la communication aux analystes? Les agences de notation analysent le passif des émetteurs pour le public; les analystes analysent l'actif des émetteurs pour le public.

Réponses des ACVM

Les ACVM estiment qu'il y a une différence fondamentale entre la communication d'information aux agences de notation et la communication aux analystes. Elle réside dans les fins auxquelles l'information est utilisée. Alors que les rapports de recherche d'un analyste sont destinés aux clients de la firme qui l'emploie, les notes attribuées par les agences s'adressent au grand public. Nous faisons également remarquer que les agences de notation ne font pas le commerce, que ce soit comme contrepartiste ou mandataire, des titres qu'elles notent. Il faut distinguer leur fonction de celle de l'analyste, lequel travaille généralement pour une banque d'investissement dont les activités consistent justement à négocier ou à souscrire des titres et à fournir des services de conseil en placement.

Comme la SEC l'a indiqué en réponse à des commentaires analogues sur la dérogation à la *Regulation FD* pour les agences de notation, [traduction] " les agences de notation ont une mission d'information du public; l'objectif et le résultat de la notation est de diffuser largement les notes attribuées. " Les ACVM partagent ce point de vue. À l'alinéa 3.3(2)g) de l'instruction générale, elles indiquent que les communications avec les agences de notation seraient généralement considérées comme faites dans le " cours normal des activités ", à condition que l'information leur soit communiquée pour les aider à attribuer une note et que celle-ci soit, de façon générale, ou sera portée à la connaissance du public.

Qui plus est, la législation en valeurs mobilières confère, dans plusieurs circonstances, aux sociétés ou à leurs titres un statut en fonction des notes attribuées par les agences de notation. Par conséquent, les notes font partie de la législation en valeurs mobilières provinciale, contrairement aux rapports des analystes. Nous avons modifié l'instruction générale pour souligner cette distinction (voir le paragraphe 3.3(7) de l'instruction générale).

Commentaires

Il n'est pas certain que l'affaire *George* soit un précédent confirmant le postulat selon lequel la communication d'information par un émetteur à des analystes n'a pas lieu dans le cours normal des activités. Le jugement ne contenait que des remarques *en obiter* à cet égard et ne traitait pas de questions importantes comme celle de savoir s'il est convenable de demander aux analystes, en toute confidentialité, de ne pas publier d'autres rapports jusqu'à ce qu'un fait ait été éclairci.

Réponses des ACVM

La note de bas de page 16 de l'instruction générale souligne expressément que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a traité la question en *obiter*, mais cela n'altère ni la pertinence ni l'utilité de ses remarques pour le marché, car elles indiquent comment la Commission considérerait ces agissements si elle en était saisie.

Dans l'affaire *George*, la Commission a abordé en *obiter* la communication à un analyste, par le président et chef de la direction d'un émetteur, d'information importante sur les bénéficiaires prévus qui n'avait pas été communiquée au public. L'analyste avait à son tour communiqué l'information à d'autres membres de sa firme. Ni le président et chef de la direction ni l'analyste n'étaient intimés dans cette affaire, mais la Commission a expressément déclaré que [traduction] " nous voulons qu'il soit bien clair que de tels agissements sont illégaux et répréhensibles, et que s'ils étaient prouvés dans une poursuite contre un membre de la direction d'un émetteur ou contre un analyste, nous les traiterions avec la dernière sévérité ".

En ce qui concerne la communication d'information importante qui n'a pas été communiquée par un analyste aux autres membres de sa firme, la Commission a déclaré que [traduction] " certains analystes peuvent considérer qu'elle est faite dans le cours normal des activités, mais nous estimons quant à nous qu'il n'en est rien ".

Commentaires

Lorsque les circonstances le justifient, la communication d'information aux actionnaires contrôlants devrait être considérée comme faite dans le " cours normal des activités ". Il est bien souvent nécessaire de communiquer de l'information stratégique de nature délicate à ces actionnaires; il faut donc permettre cette pratique, sous réserve des garanties prévues à l'article 3.4 de l'instruction

générale.

Réponses des ACVM

Nous sommes d'accord avec cette observation. Nous avons modifié l'instruction générale pour indiquer que la communication d'information aux actionnaires contrôlants peut, dans certains cas, être protégée par l'exception pour communication dans le " cours normal des activités ", sous réserve des directives du paragraphe 3.3(4) et de l'article 3.4 de l'instruction générale.

Commentaires

Un observateur se demandait pourquoi l'instruction générale associait les médias aux analystes, investisseurs institutionnels et autres professionnels du marché, dans le groupe des entités auxquelles il n'est pas possible de communiquer de l'information dans le " cours normal des activités ". Selon lui, en associant les médias avec ces autres professionnels du marché, l'instruction générale passe sur le rôle important des médias dans l'information au marché. Les médias peuvent parfois informer davantage de personnes que les autres méthodes de diffusion qui satisfont l'exigence de " communication au public ", notamment en ce qui concerne l'investisseur moyen.

Réponses des ACVM

Nous reconnaissons que les médias ont une importante fonction d'information du public et du marché. L'instruction générale ne suggère pas que les émetteurs doivent cesser de communiquer avec les médias.

L'instruction générale souligne que la législation en valeurs mobilières provinciale interdit aux émetteurs de communiquer de façon sélective de l'information importante qui n'a pas été communiquée au public, sauf si la communication a lieu dans le cours normal des activités. Il est peu probable que l'information importante inconnue du public qui est communiquée aux médias de façon sélective soit communiquée dans le " cours normal des activités ". De plus, si les médias ont un rôle important à jouer dans la diffusion de l'information auprès des intervenants du marché, ce rôle ne saurait se substituer aux obligations de communication des émetteurs.

Nous avons modifié l'instruction générale pour préciser qu'elle n'empêche pas les émetteurs de communiquer avec les médias. Toutefois, ceux qui le font doivent se garder de communiquer de façon sélective de l'information importante qui n'est pas encore connue du public (voir le paragraphe 3.3(8) de l'instruction générale).

Questions et observateurs

3.4 Communication d'information dans le cours normal des activités

L'information communiquée par une société à un bailleur de fonds ou dans le cadre d'un placement privé, d'une fusion ou d'une acquisition est généralement communiquée dans le " cours normal des activités ".

AIMR-Canadian Advocacy Council
Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)
Simon Romano
ABO
John Kaiser, Canspec Research
Bourse de Toronto

Commentaires

La communication d'information importante et inconnue du public par un émetteur aux souscripteurs d'un placement privé ne doit pas être réputée faite dans le " cours normal des activités ". Autoriser la communication sélective d'information à ces souscripteurs désavantagerait les autres investisseurs qui ne sont pas au courant.

Réponses des ACVM

Six observateurs ont abordé cette question. Les opinions étaient divisées. Deux d'entre eux ont convenu avec les ACVM que l'on pouvait généralement considérer que la communication d'information importante aux souscripteurs d'un placement privé était faite dans le cours normal des activités. Un autre observateur, plus neutre, a indiqué qu'il souscrivait à cette position, pour autant que l'on communique au public l'information importante dès que possible. Les ACVM souscrivent à cette condition.

Deux observateurs ont exprimé la crainte que la possibilité de communiquer de l'information importante aux souscripteurs d'un placement privé ne donne un avantage à ces derniers. Après avoir soigneusement soupesé cette crainte et les intérêts opposés, les ACVM ont conclu que la solution retenue dans l'instruction générale était la bonne.

Les ACVM se sont notamment demandé si la communication d'information importante aux souscripteurs de placements privés portait atteinte à l'intégrité du marché. Or, du fait qu'ils ont reçu de l'information importante et inconnue du public, ces souscripteurs tombent sous le coup des interdictions de communication d'information privilégiée ou de réalisation d'opération sur la base de cette information, sous réserve des dispenses prévues (par exemple, l'article 175 du règlement d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario ou les dispositions comparables de la législation en valeurs mobilières des autres provinces). Par conséquent, la législation limiterait l'usage qu'ils peuvent faire de cette information.

De plus, les ACVM reconnaissent qu'il est important de faciliter ce genre d'opérations et que des communications de cet ordre peuvent être nécessaires pour le réaliser. La législation en valeurs mobilières provinciale prévoit déjà que la communication sélective d'information importante qui n'a pas été communiquée au public peut être faite dans le cours normal des activités pour réaliser des offres publiques d'achat, certains regroupements d'entreprises et des acquisitions significatives.

Enfin, nous notons qu'une interdiction pure et simple de ce type de communication pourrait empêcher les émetteurs de respecter leurs obligations relatives au contenu des notices d'offre.

Commentaires

L'article 76 de la Loi ontarienne ne permet pas de dire que la communication d'information aux souscripteurs d'un placement privé est faite dans le " cours normal des activités ". Le paragraphe 76(2) traite des communications dans le cadre de rapports ne s'étendant pas à des opérations sur titres. Le paragraphe 76(3) traite des communications dans le cadre de certaines opérations sur titres. Puisque les placements privés ne sont pas mentionnés au paragraphe 76(3), on peut conclure qu'ils ne doivent pas être considérés comme faits dans le " cours normal des activités ".

Réponses des ACVM

Les ACVM ne sont pas d'accord avec cette interprétation, car elle ajoute aux paragraphes des limitations qui ne sont pas apparentes à la lecture. Le paragraphe 76(2) est une interdiction générale. Le paragraphe 76(3) mentionne expressément certains types d'opérations et souligne que la communication sélective dans le cadre de ces opérations n'est permise que si elle " est nécessaire dans le cours normal des activités visant à effectuer l'offre d'achat visant à la mainmise, le regroupement d'entreprises ou l'acquisition ". Rien ne permet de conclure que ce paragraphe contient une liste complète des communications faites dans le " cours normal des activités ".

Commentaires

L'exception prévue au paragraphe 76(4) ne peut être opposée qu'aux dispositions sur la responsabilité civile de l'article 134, et non à l'interdiction en tant que telle.

Réponses des ACVM

Le paragraphe 76(4) fournit uniquement un moyen de défense contre les dispositions de la Loi ontarienne prévoyant une responsabilité civile. Elle mentionne explicitement les interdictions prévues aux paragraphes 76(1), (2) et (3).

Commentaires

Il faut augmenter le nombre de parties visées et élargir les circonstances dans lesquelles les communications seront jugées faites dans le cours normal des activités. Les émetteurs devraient pouvoir sonder les grands actionnaires pour connaître leur position sur certaines propositions importantes. Ils devraient aussi pouvoir obtenir des parties qui reçoivent de l'information importante un engagement écrit à ne pas communiquer l'information jusqu'à sa diffusion dans le public.

Réponses des ACVM

Comme nous l'indiquons ci-dessus en réponse à une observation similaire, nous avons modifié l'instruction générale pour préciser que les communications avec les actionnaires contrôlants peuvent, dans certains cas, être protégées par l'exception pour communication dans le " cours normal des activités ".

L'instruction générale n'empêche pas les émetteurs de conclure des ententes de confidentialité. Les ACVM n'ignorent pas que c'est là une pratique assez courante. Toutefois, il faut quand même déterminer que la première communication d'information a été faite dans le " cours normal des activités ". Si les ententes de confidentialité sont à recommander, et à employer autant que possible, la loi ne prévoit pas qu'elles puissent être invoquées comme moyen de défense en cas de communication sélective d'information. La conclusion d'une telle entente ne permet donc pas de déterminer que ce moyen de défense est également possible.

Commentaires

Les souscripteurs d'un placement privé devraient pouvoir recevoir de l'information importante et inconnue du public dans le cours normal des activités. Cela peut être essentiel pour réunir des fonds.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Il est inquiétant que les communications d'information aux souscripteurs d'un placement privé soient considérées comme étant dans le cours normal des activités, surtout parce qu'elles pourraient donner lieu à la communication d'information importante et inconnue du public à des investisseurs potentiels. Il peut se trouver des situations dans lesquelles la communication d'information importante et inconnue du public aux souscripteurs d'un placement privé est dans le cours normal des activités, mais cette information devrait être communiquée au public dès que possible.

Réponses des ACVM

Nous convenons de la justesse de cette observation. Nous avons modifié l'instruction générale pour prévoir que dans les cas où de l'information importante et inconnue du public est communiquée aux souscripteurs d'un placement privé dans le cours normal des activités, l'information doit être communiquée au public dès que possible (voir le paragraphe 3.3(4) de l'instruction générale). Voir aussi les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Il est manifestement injuste de considérer que la communication d'information aux souscripteurs d'un placement privé est faite dans le cours normal des activités. La participation à un placement privé étant déjà un privilège, il serait injuste de donner aux souscripteurs un avantage supplémentaire en matière d'information par rapport au marché.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Aucune information importante ne devrait être communiquée aux actionnaires actuels ou potentiels, car cela avantagerait les souscripteurs par rapport aux autres investisseurs, surtout dans le marché des petits émetteurs, ce qui est contraire à la *Policy 3.3* de la Bourse de croissance TSX.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

L'instruction générale devrait reconnaître que l'utilisation d'ententes de confidentialité sera généralement considérée comme une garantie suffisante de la préservation du caractère confidentiel de l'information importante communiquée dans le " cours normal des activités ".

Réponses des ACVM

Les ACVM reconnaissent qu'en ce qui concerne l'information communiquée dans le " cours normal des activités ", on pourrait se fonder sur des ententes de confidentialité pour préserver le caractère

confidentiel de l'information. Elles avertissent toutefois les intéressés que les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée ne font aucune exception pour l'information communiquée en vertu de telles ententes (voir également les réponses aux commentaires sur l'article 5.3 de l'instruction générale).

Questions et observateurs

3.5 Information communiquée au public

Les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée interdisent aux sociétés de communiquer de l'information importante et inconnue du public à quiconque avant que l'information ne soit communiquée au public.

Shareholder Association for Research and Education
Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Simon Romano
Bourse de Toronto
Bourse de croissance TSX
McCarthy Tétrault

Commentaires

Les émetteur assujettis devraient être tenus de remplir leur obligation d'information occasionnelle en publiant un communiqué par l'entremise d'un service de presse à grande diffusion, en faisant des dépôts dans SEDAR et en affichant l'information sur leur site Web. De cette façon, il n'y aurait aucune discrimination envers les investisseurs n'ayant pas accès à la presse ou à Internet et les investisseurs auront l'assurance que toute l'information concernant un émetteur est disponible à un seul endroit.

Réponses des ACVM

La plupart des observateurs qui ont exprimé leur opinion sur la question ont déclaré que l'instruction générale ne devait accepter que la publication d'un communiqué de presse comme moyen permettant de s'assurer que l'information importante est communiquée au public. En l'absence d'une définition de " communiquée au public " dans la législation en valeurs mobilières, les ACVM partent des principes énoncés au paragraphe 3.5(2) de l'instruction générale, selon lesquels, d'après la jurisprudence en matière d'opérations d'initiés, l'information importante est " communiquée au public " si

- a) elle a été diffusée de façon à joindre les participants au marché;
- b) les investisseurs ont disposé d'un délai raisonnable pour l'analyser.

Nous avons décidé de ne pas modifier l'instruction générale pour faire de la publication d'un communiqué de presse la seule façon de remplir l'exigence de communication au public. Nous voulons que les émetteurs puissent déterminer à leur guise le meilleur moyen de diffusion de l'information dans le public. Nous estimons également que la jurisprudence encourage cette démarche.

Nous prenons toutefois acte de l'opinion ferme des observateurs sur cette question. Nous accueillons l'idée selon laquelle la diffusion de l'information au moyen d'un communiqué de presse

reste le moyen le plus sûr de remplir l'exigence de communication au public. Nous recommandons toujours des règles types de communication aux termes desquelles l'information importante doit d'abord être communiquée dans son intégralité au moyen d'un communiqué de presse, et la publication suivie, aux fins de discussion, par une conférence téléphonique ouverte, facilement accessible et annoncée par un avis.

Nous avons modifié l'instruction générale pour faire de cette recommandation une " pratique exemplaire " à part entière (elle faisait jusqu'ici partie des recommandations relatives aux conférences téléphoniques avec des analystes et aux conférences sectorielles, à l'article 6.5). Dans notre analyse de l'exigence de " communication au public ", nous renvoyons à cette recommandation, en soulignant la nécessité d'une diffusion efficace.

Commentaires

La publication d'un communiqué de presse devrait être le seul moyen acceptable de communiquer l'information importante au public. Selon l'instruction générale, des communiqués de presse ou des annonces faites dans le cadre de conférences de presse ou de conférences téléphoniques, ou encore une combinaison de ces méthodes, sont acceptables, ce qui laisse entendre qu'une simple conférence téléphonique est suffisante. Toutefois, les personnes qui ne sont pas en mesure d'y assister seront désavantagées. Elles ne disposeront pas du texte intégral de la communication, puisque l'avis annonçant la conférence téléphonique ne doit contenir qu'une description générale de l'ordre du jour. Les directives concernant l'avis de la conférence sont appropriées, mais rien d'important ne devrait être abordé lors de la conférence, qui n'a pas été annoncé au public au moyen d'un communiqué de presse.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus. Nous avons aussi modifié l'alinéa 3.5(4)b) de l'instruction générale pour préciser qu'un enregistrement ou une transcription de la conférence téléphonique devrait être mis à la disposition du public.

Commentaires

L'instruction générale devrait prévoir expressément que les délais prévus par la jurisprudence pour la communication au public sont peut-être excessifs, étant donné les avancées de la technologie des communications.

Réponses des ACVM

Nous avons modifié l'instruction générale pour indiquer que la jurisprudence est désuète à cet égard et que les paramètres qu'elle prévoit ne sont peut-être plus appropriés de nos jours (voir la note de bas de page 21 de l'instruction générale).

Commentaires

Seul un service de presse diffusant le texte intégral à grande échelle devrait permettre de remplir l'exigence de " communication au public ". Cette proposition est conforme aux directives de la Bourse de Toronto en matière d'information occasionnelle. Les conférences téléphoniques ouvertes ne devraient être qu'un complément à la diffusion du texte intégral au moyen d'un communiqué de presse pour remplir l'exigence de communication au public.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Commentaires

Il est illogique de prétendre que les conférences téléphoniques accessibles au moyen d'Internet remplissent l'exigence de communication au public, tout en affirmant que l'affichage d'information sur le site Web de l'émetteur ne la remplit pas.

Réponses des ACVM

Nous considérons que l'instruction générale n'est pas illogique à cet égard.

Selon la jurisprudence, pour être " communiquée au public ", l'information doit être " diffusée de façon à joindre les participants au marché ". Or, pour être efficace, la diffusion doit se faire activement. Nous estimons que les conférences téléphoniques ouvertes et accessibles, d'une part, et le simple affichage d'information sur le site Web d'une société, d'autre part, présentent une nette distinction à cet égard. Pour que l'information importante communiquée dans le cadre d'une conférence téléphonique soit " communiquée au public ", la conférence doit être ouverte et sa tenue annoncée par un communiqué de presse à grande diffusion donnant des précisions sur la conférence et indiquant l'ordre du jour. L'obligation de donner avis de la conférence contribue à diffuser l'information activement dans le marché, tandis que l'affichage sur un site Web ne comporte aucune action de la sorte.

Commentaires

Les dispositions selon lesquelles l'exigence de communication au public peut être satisfaite soit par la publication d'un communiqué de presse ou par une annonce dans le cadre d'une conférence téléphonique ouverte est incompatible avec l'exigence de la Bourse de croissance TSX selon laquelle la diffusion de l'information doit se faire par des moyens électroniques, qu'une conférence téléphonique ait lieu ou non. La diffusion doit se faire au moyen d'un communiqué de presse, complété au besoin par une conférence téléphonique accessible. La disposition de l'instruction générale selon laquelle le seul affichage sur un site Web est insuffisant n'indique pas qu'Internet ne va pas " chercher " le destinataire, qui doit plutôt trouver l'information. Cet aspect de la diffusion est primordial. La solution retenue par les ACVM en matière d'utilisation d'Internet est illogique. La disposition selon laquelle un simple affichage sur un site Web ne suffit pas à communiquer l'information au public, mais qu'une conférence téléphonique accessible au moyen d'Internet suffit est illogique.

Réponses des ACVM

Nous avons répondu à cette observation ci-dessus. Nous avons modifié l'instruction générale pour expliquer et confirmer cette distinction (voir le paragraphe 3.5(6) de l'instruction générale).

Commentaires

Il faudrait reformuler l'instruction générale pour préciser que l'avis de conférence téléphonique devrait contenir seulement une description des points que l'on s'attend à être abordés, et non un ordre du jour. Bien souvent, la partie questions et réponses d'une conférence téléphonique débouche sur de nouveaux sujets de discussion. Il serait problématique que l'avis donne

l'impression de restreindre la portée de la conférence.

Réponses des ACVM

L'avis indique l'ordre du jour de la conférence pour que les investisseurs et les analystes puissent déterminer s'ils souhaitent y assister. Sans indication de l'ordre du jour, ils n'auraient aucune façon de prendre cette décision. De la même manière, si une conférence donne lieu à un débat sur des points qui ne sont pas indiqués dans l'avis, les analystes et investisseurs qui ont décidé de ne pas assister à la conférence auraient pu prendre une autre décision si ces points avaient été inscrits à l'ordre du jour. Cela compromet la nature ouverte de la conférence téléphonique.

Commentaires

Il faudrait considérer que l'information affichée sur le site Web d'une société a été " communiquée au public ". La technologie permet d'avertir les intéressés de ces affichages.

Réponses des ACVM

Les ACVM n'écartent pas la possibilité qu'un jour l'affichage d'information sur le site Web d'un émetteur puisse remplir l'exigence de communication au public. L'instruction générale précise que les ACVM réviseront leurs recommandations à mesure de l'évolution de la technologie et des pratiques.

De plus, l'instruction générale reconnaît que les sites Web sont un outil important de diffusion de l'information sur les sociétés. Les émetteurs sont encouragés à s'en servir. Cette recommandation est compatible avec la position adoptée par la SEC dans la *Regulation FD*.

Questions et observateurs

3.6 Communication involontaire

McCarthy Tétrault

Commentaires

Contrairement à la *Regulation FD*, l'instruction générale ne prévoit pas d'exonération en cas de communication involontaire d'information importante. Elle devrait offrir une protection analogue aux émetteurs.

Réponses des ACVM

L'article 3.6 de l'instruction générale indique clairement que la législation en valeurs mobilières provinciale ne prévoit aucune exonération en cas de communication involontaire d'information importante et inconnue du public. Les ACVM ne peuvent instaurer une telle exonération en adoptant une instruction générale. Toutefois, l'article 3.6 indique clairement aux émetteurs les mesures à prendre en cas de communication sélective mais involontaire d'information importante. L'article 3.7 de l'instruction générale précise les facteurs atténuants dont les ACVM tiendront compte, notamment le caractère involontaire de la communication sélective et les démarches entreprises pour diffuser l'information importante communiquée involontairement.

Questions et observateurs

Part V - Risques liés à certaines communications d'information

Bourse de croissance TSX

Commentaires

Il faudrait expliquer ce qu'est l'information importante et inconnue du public, puisque, selon les politiques des Bourses, toute information importante doit être communiquée au public.

Réponses des ACVM

D'après la législation en valeurs mobilières provinciale, les changements importants et d'autres éléments d'information prescrits par la loi doivent être communiqués. Il y aura donc des situations dans lesquelles des personnes ou des sociétés ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujéti se trouveront en possession d'information importante qui n'a pas été communiquée au public. Toutefois, la législation en valeurs mobilières provinciale interdit à quiconque se trouve dans une telle situation de faire des opérations sur les titres de l'émetteur assujéti jusqu'à ce que l'information ait été communiquée au public.

Questions et observateurs

5.1 Séances d'information privées avec des analystes, des investisseurs institutionnels et d'autres professionnels du marché

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Il faudrait remanier cet article (et supprimer l'article 5.2) pour souligner qu'il est possible de tenir des réunions privées, du moment qu'aucune information importante et inconnue du public n'est communiquée. Un projet d'article figure à la page 7 de la lettre de commentaires.

Réponses des ACVM

Nous avons comparé l'article proposé par cet observateur avec la partie V de l'instruction générale, notamment l'article 5.1, et nous estimons que son contenu est déjà reflété dans cette partie. Par conséquent, il est inutile de modifier l'instruction générale.

Questions et observateurs

5.2 Projets de rapports des analystes

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Il faudrait éclaircir cet article et élargir son champ d'application aux risques liés à la révision de l'intégralité du projet de rapport et du modèle de bénéfices d'un analyste, et non seulement aux prévisions de bénéfices. L'article devrait souligner le risque lié à la communication sélective d'information importante **non financière**.

Réponses des ACVM

L'article 6.8 de l'instruction générale, qui porte sur l'examen des projets de rapports des analystes, répond précisément à ces préoccupations. L'article 5.2 de l'instruction générale souligne les pratiques risquées. C'est pourquoi il met l'accent sur la révision des prévisions de bénéfices. Nous avons modifié l'instruction générale pour établir des renvois entre les articles 5.2 et 6.8, et nous avons mentionné à l'article 6.8 les risques liés à la communication d'information importante non financière.

Questions et observateurs

5.3 Ententes de confidentialité avec des analystes

McCarthy Tétrault
Scotia Capitaux

Commentaires

L'instruction générale passe sous silence le dilemme auquel les sociétés sont confrontées lorsque les estimations des analystes sont loin de la vérité. Sont-elles tenues de corriger l'information financière prospective erronée que les analystes ont fournie aux investisseurs? Dans l'affirmative, il faudrait les exonérer de toute responsabilité s'il apparaît par la suite que leurs réserves sont, elles aussi, éloignées de la vérité.

Réponses des ACVM

Nous reconnaissons que les émetteurs dans cette situation se trouvent devant un dilemme. Nous avons modifié l'instruction générale pour indiquer que les sociétés peuvent notamment s'assurer que les estimations des analystes sont conformes à leurs attentes en diffusant de l'information qualitative et quantitative dans le public régulièrement et en temps opportun (voir le paragraphe 5.2(3) de l'instruction générale). Les sociétés qui confirment ou dirigent les estimations des analystes en leur communiquant de l'information de façon sélective courent de grands risques.

À notre connaissance, les sociétés ne sont pas tenues de corriger l'information financière prospective erronée diffusée par les analystes.

Commentaires

Autoriser les réunions d'émetteurs et d'analystes en vertu d'ententes de confidentialité permettrait aux parties de communiquer ouvertement et donnerait aux analystes la possibilité de réunir et d'analyser de l'information que l'investisseur moyen ne pourrait pas interpréter autrement. Le public tirerait profit de cette information supplémentaire, analysée et fournie immédiatement après une annonce de l'émetteur.

Réponses des ACVM

Cette observation ne tient pas compte du fait que les réunions avec certains analystes en vertu d'ententes de confidentialité donnent quand même à ces derniers un avantage au départ pour analyser l'information. Ces analystes sont en mesure de publier leur rapport dès que l'annonce a été faite. Or ce rapport peut n'être fourni qu'aux clients d'une firme en particulier et non à l'ensemble des

participants au marché. Par conséquent, l'interprétation rapide de l'information par un analyste est certes avantageuse, mais elle ne profite pas nécessairement à l'ensemble des participants au marché de façon équitable.

Commentaires

Il faudrait prévoir une exception aux dispositions interdisant la communication d'information privilégiée limitée à la communication sélective, à des analystes, d'information importante qui n'a pas été communiquée au public, en vertu d'ententes de confidentialité.

Réponses des ACVM

L'instruction générale ne peut pas créer d'exception aux exigences de la législation en valeurs mobilières provinciale, qui ne prévoient pas l'utilisation d'ententes de confidentialité. Toutefois, nous avons modifié les articles 3.4 et 5.3 de l'instruction générale pour indiquer qu'il peut être bon de conclure de telles ententes en vue de la communication d'information importante.

Questions et observateurs

5.5 Indications concernant les bénéficiaires

Certaines sociétés ont commencé à diffuser volontairement, au moyen de communiqués de presse ou sur leur site Web, leurs propres " perspectives financières " .

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)
McCarthy Tétraut

Commentaires

La raison pour laquelle l'instruction générale fait une distinction entre les rapports de gestion qui contiennent de l'information financière prospective et la " communication volontaire ou facultative d'information financière prospective " n'est pas claire. Toute section " perspectives " d'un rapport de gestion annuel doit traiter des critères de performance clés en fonction des tendances actuelles, tout comme l'information financière prospective volontaire. Faire une distinction entre le rapport de gestion et la communication volontaire d'information pourrait créer la confusion.

Réponses des ACVM

L'obligation de publier un rapport de gestion et le contenu de celui-ci sont prévus par la législation en valeurs mobilières et les instructions générales. Comme la note de bas de page 38 l'indique, la distinction entre le rapport de gestion et la communication volontaire d'information financière prospective réside dans la nature des prédictions. Le rapport de gestion analyse les tendances connues, alors que l'information financière prospective donne des estimations de résultats.

Commentaires

Aux États-Unis, l'information financière prospective bénéficie d'une exonération, pour autant qu'elle soit accompagnée d'une mise en garde appropriée. Les ACVM n'indiquent pas comment elles traiteront cette question.

Réponses des ACVM

Cette exonération a été instaurée aux États-Unis en raison de la multiplication des recours collectifs dans ce pays. Jusqu'à présent, le Canada n'a pas connu ce problème. Toutefois, le paragraphe 5.5(3) de l'instruction générale recommande d'accompagner l'information financière prospective de mises en garde analogues. Signalons également que les ACVM ont recommandé une disposition d'exonération dans le cadre de leur projet de modifications législatives visant à instaurer la responsabilité civile pour les investisseurs du marché secondaire (voir la note de bas de page 39 de l'instruction générale).

Questions et observateurs

5.6 Application de l'Instruction générale n° C-48

Bourse de croissance TSX
McCarthy Tétrault

Commentaires

Bourse de croissance TSX (21/08/01)

Les articles 5.5 et 5.6 ne tiennent pas compte des restrictions à la diffusion d'information financière prospective dans le cadre d'un placement, qui sont prévues à l'article 4.4 de l'IG C-48. L'instruction générale devrait préciser soit que les articles 5.5 et 5.6 doivent être interprétés en fonction des restrictions prévues à l'article 4.4 de l'IG C-48, soit que l'IG C-48 ne s'applique pas dans ces cas.

Réponses des ACVM

Nous prenons acte des arguments de ces observateurs et reconnaissons les liens entre l'instruction générale et l'IG C-48. Les directives contenues dans l'IG C-48 s'appliquent toujours, sous réserve de l'instruction générale. Un comité des ACVM remanie actuellement l'IG C-48.

Commentaires

Les ACVM devraient faire concorder les éléments de l'instruction générale qui encouragent la communication d'information financière prospective avec les obligations réglementaires créées par l'IG C-48. Dans certains cas, l'information financière prospective communiquée volontairement pourrait entraîner l'application des dispositions de l'IG C-48.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Questions et observateurs

5.7 Obligation de mise à jour

La société qui communique de l'information financière prospective peut être tenue, en vertu de ses obligations d'information occasionnelle, de " mettre à jour " l'information en publiant un communiqué de presse et en déposant une déclaration de changement important.

Ogilvy Renault

Commentaires

Cette interprétation des obligations d'information occasionnelle s'écarte d'une lecture stricte des exigences de la loi. La législation exige la communication d'information occasionnelle sur les changements survenus dans les activités, le fonctionnement ou le capital de l'émetteur. Elle n'impose aucune obligation de communiquer de l'information prospective, comme les indications concernant les bénéficiaires, ni aucune obligation de mettre à jour cette information à la lumière de faits subséquents. La décision rendue dans l'affaire *Re Royal Trustco Limited* peut être distinguée, sur les faits, de l'interprétation des ACVM.

Réponses des ACVM

Nous avons reçu des commentaires de trois intervenants sur ce point. Chacun d'eux a déclaré que l'obligation de " mise à jour " censément créée par l'instruction générale était supérieure aux exigences actuelles de la législation en valeurs mobilières provinciale. Par conséquent, nous avons modifié l'instruction générale pour écarter la suggestion selon laquelle l'obligation des émetteurs de communiquer les " changements importants " pouvait les obliger à mettre à jour l'information financière prospective publiée.

Toutefois, nous avons également modifié l'instruction générale pour recommander aux sociétés de mettre à jour les estimations de bénéficiaires. Nous soulignons aussi que les sociétés ont avantage à expliquer aux investisseurs leur politique en la matière, quelle que soit la méthode choisie, lorsqu'elles communiquent de l'information financière prospective (voir l'article 6.9 de l'instruction générale).

Nous avons ajouté dans une note de bas de page accompagnant l'article 6.9 un extrait de la décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans l'affaire *Re Royal Trustco Limited* en ce qui concerne l'obligation de mise à jour. Nous y faisons également état du fait que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces interdit à quiconque exerce des activités de relations avec les investisseurs ou a l'intention d'effectuer une opération de faire une déclaration qu'il sait ou devrait savoir être trompeuse.

Commentaires

L'instruction générale ne donne aucune indication sur les circonstances qui déclenchent l'obligation de mise à jour. Le moment des décisions de mettre à jour des émetteurs serait jugé après coup, ce qui est inapproprié.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Commentaires

Si la loi imposait une obligation de mise à jour aux émetteurs, ceux-ci ne pourraient pas décliner leur responsabilité pour la mise à jour des données financières, ce qui pourrait être une condition importante de l'" entente théorique " en vertu de laquelle les émetteurs communiquent de l'information au marché.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Commentaires

Si la loi imposait une obligation de mise à jour, cela aurait aussi pour conséquence d'augmenter les risques de responsabilité pour manquement à l'obligation de communication d'information occasionnelle. Cela pourrait dissuader les émetteurs d'annoncer des prévisions de bénéfices, ce qui diminuerait la qualité de l'information disponible sur le marché.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Commentaires

Toute obligation de mise à jour prévue par la loi serait aussi plus lourde que ce n'est le cas aux États-Unis, où les tribunaux ont reconnu une obligation de corriger l'information trompeuse, mais aucune obligation de mettre à jour l'information financière qui est devenue inexacte.

Réponses des ACVM

Le débat sur l'existence d'une " obligation de mise à jour " en droit américain n'a pas été tranché. La SEC a déclaré que la *Regulation FD* n'instaure aucune obligation de cet ordre qui n'existe pas déjà en droit.

Commentaires

Les indications financières ne devraient pas être assujetties aux mêmes obligations d'information occasionnelle que les changements importants.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

La législation actuelle ne prévoit pas d'obligation de mise à jour de l'information prospective communiquée volontairement.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Le déni de responsabilité pour l'information prospective communiquée volontairement fait partie de l'" entente théorique " en vertu de laquelle les émetteurs communiquent cette information.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Une telle obligation pousserait le marché à faire des conjectures sur la décision d'un émetteur de procéder à une mise à jour à un certain moment, alors que ce processus de décision doit être souple et fonction des circonstances.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Étant donné l'absence de disposition d'exonération, toute obligation de mise à jour augmenterait le risque de responsabilité des émetteurs relativement à l'information financière prospective.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Une obligation de mise à jour serait supérieure aux exigences actuelles de la loi en matière d'information occasionnelle.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Élargir le champ d'application de l'obligation de mise à jour à l'information financière prospective déjà publiée est incompatible avec l'objectif d'encouragement de la communication de cette information, car cela augmenterait le nombre d'allégations de déclarations trompeuses dans l'information initiale et aurait par conséquent un effet dissuasif.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Les observateurs soutiennent le Modèle de la politique de divulgation de l'information de l'Institut canadien des relations avec les investisseurs, qui recommande d'expliquer que l'information financière prospective est un " instantané " de l'émetteur et que celui-ci décline toute responsabilité pour sa mise à jour.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Questions et observateurs

6.2 Établissement d'une politique d'entreprise en matière de communication

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

L'observateur soutient la recommandation selon laquelle les émetteurs devraient adopter une politique d'entreprise en matière de communication, mais il n'est pas d'accord avec la proposition que les membres de la direction et les salariés soient formés en vue de sa mise en application. Il n'est pas pratique pour les grandes entreprises de former leurs nombreux salariés à cette fin. L'instruction générale 51-201 devrait plutôt encourager les émetteurs à adopter une politique claire, à la communiquer à leurs membres de la directions et salariés, et à obtenir des membres **pertinents** de ces groupes un engagement écrit à s'y conformer.

Réponses des ACVM

Nous avons modifié l'article 6.2 pour préciser que les membres de la directions et les salariés qui prennent directement des décisions en matière de communication d'information ou qui peuvent être appelés à en prendre devraient être formés à la mise en application de la politique. Nous convenons que les émetteurs doivent adopter une politique claire et la communiquer à leurs membres de la directions et salariés. Nous laissons à chaque émetteur le soin de déterminer s'il convient d'obtenir un engagement écrit des personnes pertinentes.

Questions et observateurs

6.3 Contrôle et coordination des communications

Chargez un comité de membres du personnel de la société ou un membre de la haute direction du contrôle de l'efficacité et de l'observation de la politique.

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Il pourrait être difficile, dans la pratique, de contrôler l'efficacité et l'observation de la politique de communication. Les ACVM peuvent-elles recommander des procédures permettant d'établir l'efficacité et l'observation de la politique d'une façon raisonnablement structurée et fiable?

Réponses des ACVM

Les sociétés doivent contrôler leurs décisions quotidiennes en matière de communication pour déterminer l'efficacité et l'observation de leur politique.

Questions et observateurs

6.4 Autorisation de porte-parole de la société

Limitez le nombre de personnes autorisées à faire des déclarations au nom de l'émetteur.

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

L'observateur n'est pas du tout d'accord avec le commentaire figurant dans la note de bas de page 45, selon lequel, dans certains cas, le porte-parole de la société n'est pas informé des négociations en vue d'une fusion ou d'une acquisition avant que cela soit nécessaire, afin d'éviter les fuites. Du moment que l'émetteur a adopté une politique d'abstention de tout commentaire sur les rumeurs qui circulent dans le marché, le porte-parole peut s'en prévaloir pour répondre aux rumeurs, mais il doit aussi être en mesure de les évaluer. Cette indication est incompatible avec la recommandation voulant que le porte-parole soit un membre de la haute direction. Elle est également incompatible avec les lignes directrices de la Bourse de Toronto, qui prévoient que le responsable doit être tenu au courant de tous les nouveaux faits importants.

Réponses des ACVM

Les ACVM ne sont ni pour ni contre cette pratique. Elles constatent simplement qu'il peut en être ainsi dans certains cas.

Questions et observateurs

6.5 Conférences téléphoniques avec des analystes et conférences sectorielles

Tenez les conférences téléphoniques avec des analystes et les conférences sectorielles d'une façon qui permette à tous les intéressés d'écouter par téléphone ou au moyen d'Internet.

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Expliquez mieux ce qu'est un " délai raisonnable " pour donner accès à un enregistrement de la conférence. L'observateur propose que l'enregistrement soit disponible pendant un délai de 30 jours.

Réponses des ACVM

Selon les règles types de communication recommandées dans l'instruction générale, les émetteurs doivent mettre à la disposition du public les enregistrements des diffusions Web et des conférences téléphoniques pendant un délai raisonnable après leur tenue. Nous estimons que les émetteurs devraient pouvoir déterminer à leur guise le délai qui leur convient. Cette solution est analogue à celles que la SEC et l'Australian Securities & Investments Commission ont retenues à cet égard.

Questions et observateurs

6.7 Périodes de silence

Observez une " période de silence " entre la fin du trimestre et la publication des résultats trimestriels.

Commentaires

Il n'est pas pratique et peu souhaitable de cesser **toute** communication pendant la période de silence. L'émetteur ne contrôle pas les tournées de présentation, les réunions privées, les conférences et les allocutions qui peuvent avoir lieu pendant cette période.

Réponses des ACVM

Nous comprenons que l'adoption de périodes de silence par les émetteurs est une pratique assez répandue qui permet non seulement de réduire les risques de communication sélective de l'information, mais aussi d'éviter de donner l'impression que l'information est communiquée de façon sélective. Nous comprenons toutefois les inquiétudes des observateurs qui estiment que l'arrêt complet des communications pendant la période de silence ne bénéficierait pas non plus au marché.

Nous convenons que le projet d'instruction générale avait une trop grande portée à cet égard. Nous l'avons modifié pour souligner que la période de silence vise la communication des résultats trimestriels et d'autres éléments d'information financière aux analystes et aux investisseurs pendant l'établissement de cette information mais avant sa communication au public. La période de silence ne doit pas nécessairement restreindre ou empêcher les communications que les émetteurs peuvent avoir avec des analystes et des investisseurs dans le cours normal de leurs activités. Les émetteurs peuvent garder le contact avec les analystes et les investisseurs pendant la période de silence, pour autant qu'ils se contentent de parler d'information non importante et connue du public (voir l'article 6.10 de l'instruction générale).

Commentaires

La durée proposée de la période de silence pourrait empêcher les relations avec les investisseurs pendant 40 % de l'exercice. La durée de la période de silence n'est pas aussi importante que l'observation rigoureuse de bonnes pratiques en matière de communication.

Réponses des ACVM

Le Modèle de la politique de divulgation de l'information de l'Institut canadien des relations avec les investisseurs recommande aux émetteurs d'adopter une période de silence commençant le premier jour du mois suivant la fin du trimestre et finissant à la publication d'un communiqué de presse annonçant les résultats trimestriels. Nous avons adopté cette recommandation.

Commentaires

Il serait injuste de restreindre les communications avec les analystes, les investisseurs institutionnels et les autres professionnels du marché si l'émetteur conservait la capacité de communiquer avec les investisseurs et les médias pendant la période de silence.

Réponses des ACVM

Nous sommes d'accord avec cette observation. Les communications avec les investisseurs devraient aussi cesser pendant la période de silence.

Commentaires

Il faudrait abandonner les recommandations sur les périodes de silence en faveur d'une simple déclaration selon laquelle la direction devrait s'abstenir en tout temps de communiquer de l'information importante et inconnue du public à l'occasion de réunions privées.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

La durée de la période de silence recommandée équivaut environ à quatre mois pendant lesquels la direction devra refuser de répondre aux demandes de renseignements. Cette situation ne favoriserait pas l'efficacité du marché.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Une période de silence de cette longueur causerait des difficultés pour organiser des présentations aux investisseurs et empêcherait les émetteurs à petite capitalisation de se forger une réputation dans la communauté financière.

Réponses des ACVM

Voir les réponses données ci-dessus.

Commentaires

Vu le calendrier et la durée des périodes de silence proposés dans l'instruction générale, les émetteurs pourraient passer entre 50 et 100 % du trimestre sans communiquer avec les personnes qui demandent des renseignements. Comme de nombreuses sociétés ont le même calendrier de présentation des rapports, il serait difficile d'organiser des réunions avec les investisseurs.

Réponses des ACVM

Le calendrier et la durée des périodes de silence proposés dans l'instruction générale sont fondées sur les recommandations contenues dans le Modèle de la politique de divulgation de l'information de l'Institut canadien des relations avec les investisseurs.

Commentaires

Les restrictions en matière de communication que les émetteurs s'imposent à eux-mêmes ne devraient pas limiter leurs communications avec les investisseurs dans le cours normal des activités. Les périodes de silence ne devraient pas empêcher les émetteurs de communiquer avec des analystes ou des investisseurs sur des questions indépendantes des résultats financiers.

Réponses des ACVM

Nous sommes d'accord avec cette observation. L'instruction générale a été modifiée pour préciser que les sociétés ne sont pas tenues de restreindre leurs communications avec les investisseurs dans le cours normal de leurs activités et qu'il est convenable de maintenir le contact avec des analystes et des investisseurs pendant la période de silence, pour autant que les communications soient limitées à des faits non importants et connus du public (voir l'article 6.10 de l'instruction générale).

Questions et observateurs

6.8 Politiques en matière d'opérations d'initiés et périodes d'interdiction totale des opérations

Votre politique devrait interdire tout achat ou vente de titres aux initiés en possession d'information importante et inconnue du public.

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)
Simon Romano
McCarthy Tétrault

Commentaires

Aucun administrateur, membre de la direction ou autre initié, y compris les membres de la haute direction, ne devraient faire d'opérations sur les titres de l'émetteur sans l'approbation d'un membre de la direction désigné à cette fin.

Réponses des ACVM

Nous avons modifié l'instruction générale pour inclure les membres de la haute direction dans la catégorie de personnes (comprenant aussi les initiés et les membres de la directions) dont les opérations devraient nécessiter l'obtention d'une approbation (voir l'article 6.11 de l'instruction générale).

Commentaires

Toute interdiction d'opérations devrait être limitée aux personnes qui ont accès à de l'information importante et inconnue du public. Les périodes d'interdiction totale des opérations sont restrictives et pourraient occasionner des pertes aux actionnaires dans un marché volatil.

Réponses des ACVM

Nous avons modifié l'instruction générale pour préciser que les politiques des sociétés devraient permettre aux salariés de demander l'autorisation de négocier les titres de la société pendant la " période d'interdiction totale des opérations " (voir l'article 6.11 de l'instruction générale).

Commentaires

Il faudrait prévoir une " soupape de sécurité " fondée sur les approbations d'opérations antérieures.

Réponses des ACVM

Dans certains cas, la législation en valeurs mobilières provinciale prévoit des dispenses de l'interdiction des opérations d'initiés pour la souscription, l'achat ou la vente de titres en vertu de plans automatiques auxquels une personne a adhéré avant de connaître l'information importante. Voir par exemple l'alinéa 175(2)(b) du règlement d'application de la Loi ontarienne.

Commentaires

Il serait utile que l'instruction générale traite de l'incidence des périodes d'interdiction totale des opérations sur les plans d'achat d'actions et les plans d'options d'achat d'actions. La règle 10b5-1 de la SEC exonère toute personne pour les achats qu'elle a faits aux termes de plans avant d'être mise au courant d'information importante et inconnue du public.

Réponses des ACVM

Voir la réponse donnée ci-dessus.

Questions et observateurs

6.9 Communications par voie électronique

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

John Kaiser, Canspec Research

Commentaires

Indiquez quel délai serait raisonnable pour que l'information reste disponible. L'observateur recommande d'archiver l'information sur le site Web d'un émetteur pendant au moins deux ans.

Réponses des ACVM

Nous estimons que les émetteurs devraient archiver leur information sur leur site Web pendant un délai raisonnable, et qu'ils devraient pouvoir déterminer à leur guise le délai qui leur convient. Nous notons que, selon les directives de la Bourse de Toronto en matière de communication de l'information par voie électronique, les politiques des sociétés doivent prévoir un délai de rétention minimum de l'information affichée sur leur site Web. Ces délais peuvent varier en fonction du type d'information. Nous estimons que c'est là une solution sensée; c'est pourquoi nous l'avons intégrée dans l'instruction générale (voir le paragraphe 6.12(1) de l'instruction générale).

Commentaires

L'instruction générale devrait encourager la " publication passive " d'information non importante et détaillée sur le site Web des émetteurs. Cette solution encouragerait la communication d'information aux analystes en supprimant la crainte que de l'information non importante risque de devenir importante une fois ajoutée à d'autres données.

Réponses des ACVM

L'instruction générale reconnaît au paragraphe 5.1(4) qu'il n'est pas interdit aux sociétés de communiquer de l'information non importante aux analystes, même si ces derniers parviennent à obtenir de l'information importante et inconnue du public en la recoupant avec d'autres éléments. Le paragraphe 6.12(2) de l'instruction générale encourage également les sociétés à se servir de la

technologie actuelle pour améliorer l'accès des investisseurs à l'information les concernant.

Questions et observateurs

6.10 Forums, babillards et courriel

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Les émetteurs devraient obtenir l'engagement écrit de leurs salariés à respecter une politique écrite de communication qui interdise de discuter de l'information concernant l'entreprise dans ces forums.

Réponses des ACVM

Nous estimons que les émetteurs devraient décider à leur guise s'il convient d'exiger un engagement écrit de la part de leurs salariés. Nous faisons remarquer que toute politique de communication contenant une telle interdiction devrait être distribuée aux salariés.

Commentaires

L'observateur n'est pas du tout d'accord avec l'idée que les salariés doivent signaler à un représentant désigné toute discussion se rapportant à leur société qu'ils ont trouvée sur Internet. Une telle recommandation est difficile à mettre en œuvre dans les sociétés qui ont beaucoup de personnel et sanctionne implicitement les salariés qui accèdent à ces sites. Il existe des services de contrôle pour cela.

Réponses des ACVM

Selon nous, il s'agit d'une bonne pratique, qu'il est tout à fait possible de mettre en œuvre dans les grandes entreprises.

Questions et observateurs

Enquête du personnel de la CVMO

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Les statistiques contenues dans l'enquête du personnel de la CVMO sont périmées et peuvent prêter à confusion. Il faudrait soit les mettre à jour, soit les supprimer.

Réponses des ACVM

Nous reconnaissons qu'il n'est pas impossible que les statistiques contenues dans l'enquête du personnel de la CVMO soient périmées et qu'une nouvelle enquête donnerait peut-être des résultats différents. L'équipe de la CVMO chargée de l'information continue entend publier un rapport qui évaluera les diverses pratiques en matière de communication de l'information chez les émetteurs inspectés.

Commentaires

Selon l'enquête menée en 2001 par l'Institut canadien des relations avec les investisseurs sur la communication d'information par les sociétés (*Corporate Disclosure Survey 2001*), les cas de communication sélective de l'information ne sont pas si nombreux que les ACVM le laissent entendre.

Réponses des ACVM

Nous avons inclus les résultats de l'enquête de l'Institut canadien des relations avec les investisseurs dans l'avis de publication de l'instruction générale.

Questions et observateurs

“ valeurs mobilières de la société ”

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

Dans les cas où il est nécessaire de préserver la confidentialité pendant un certain temps avant l'annonce d'un changement important, il faudrait changer les mentions d'activités portant sur les “ valeurs mobilières de la société ” pour “ les titres de la société ou ceux de tout émetteur avec qui elle a des liens ”. Ce changement tient compte du fait que de nombreuses opérations peuvent porter directement ou indirectement sur les titres d'autres émetteurs. (par ex. au paragraphe 2.3(2))

Réponses des ACVM

Nous avons ajouté une note de bas de page au paragraphe 3.1(2) indiquant que, pour l'application de l'interdiction des opérations d'initiés, les “ valeurs mobilières de l'émetteur assujéti ” comprennent les valeurs dont le cours varie de façon appréciable en fonction de celui des valeurs mobilières de l'émetteur (voir l'alinéa 76(6)b) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario).

Questions et observateurs

“ conseillers ”

Institut canadien des relations avec les investisseurs (25/07/01)

Commentaires

La mention de “ conseillers ”, comprenant les bailleurs de fonds, les conseillers juridiques, les vérificateurs et les placeurs, devrait être élargie aux “ conseillers financiers et autres conseillers professionnels, y compris les fournisseurs qui ont accès à de l'information importante ” (par ex. au paragraphe 3.3(2))

Réponses des ACVM

Nous faisons remarquer qu'un fournisseur n'est pas un “ conseiller ”. Nous avons toutefois modifié l'alinéa 3.3(2)c) de l'instruction générale, qui vise dorénavant “ les bailleurs de fonds, conseillers

juridiques, vérificateurs, placeurs et conseillers financiers ou autres conseillers professionnels ”.

NOTES FIN:

1 (Commentaire)

1 Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, vol. XXXII, no 21.

2 (Commentaire)

2 En cas de “ changement important ”, les émetteurs sont tenus de publier et de déposer un communiqué de presse, conformément à la législation en valeurs mobilières.

3 (Commentaire)

3 Nous notons que les observateurs américains demandent également à la SEC d'adopter une politique plus souple à cet égard. En avril 2001, la SEC a organisé une table ronde sur les effets de la *Regulation FD*. Au nombre des participants, on comptait des émetteurs, des investisseurs institutionnels, des analystes en valeurs mobilières et des journalistes. Un des points à l'ordre du jour était l'utilisation de la technologie par les émetteurs pour communiquer l'information. En décembre 2001, Laura Unger, antérieurement commissaire de la SEC, a publié un rapport sur les effets de la *Regulation FD* et les préoccupations formulées par les participants de la table ronde (le “ rapport Unger ”). Il ressort des commentaires cités dans le rapport que certains participants étaient irrités par les règles des Bourses américaines exigeant la publication de l'information importante dans les journaux, et qu'ils priaient la SEC de permettre d'afficher sur des sites Web l'information visée par la *Regulation FD*. Le rapport Unger recommande que la SEC (i) étudie avec les Bourses des modifications aux règles de ces dernières, en vue d'élargir l'usage de la technologie aux fins de diffusion de l'information importante; (ii) permette que l'information à communiquer en vertu de la *Regulation FD* soit affichée adéquatement sur des sites Web, communiquée au moyen de diffusions Web accessibles à tous ou distribuée par courrier électronique (moyennant un préavis adéquat); (iii) encourage les émetteurs à afficher sur leur site Web des transcriptions des diffusions Web et à y archiver les diffusions et leur transcription. (Voir Laura Unger, *Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited*).

4 (Commentaire)

4 Par exemple, l'Institut canadien des relations avec les investisseurs a effectué un sondage auprès de ses sociétés membres en mai 2001. Une proportion de 60 p. cent des sociétés interrogées avaient une politique écrite en matière de communication de l'information et 83 p. cent des sociétés dépourvues de politique en la matière envisageaient d'en adopter une dans les douze mois suivants. En 2000, seulement 43 p. cent des sociétés avaient indiqué avoir une politique écrite en matière de communication de l'information.

5 (Commentaire)

5 La version de l'instruction publiée en mai 2001 n'indiquait pas explicitement qu'il fallait fournir un enregistrement.

6 (Commentaire)

6 Cette interdiction pourrait implicitement s'appliquer à une déclaration antérieure sur laquelle le marché continue à se fonder, mais qui est devenue trompeuse et n'a été ni modifiée ni retirée.

7 (Commentaire)

7 L'“ obligation de mise à jour ” était traitée à l'article 5.7 de la version publiée en mai 2001.

8 (Commentaire)

8 La version de l'instruction publiée en mai 2001 recommandait aux sociétés de s'abstenir de toute communication avec les analystes, les investisseurs institutionnels et les autres professionnels du marché pendant les “ périodes de silence ”.