

## TSX INC. ET BOURSE DE CROISSANCE TSX INC.

### SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

TSX Inc. (la « **TSX** ») et Bourse de croissance TSX Inc. (la « **TSXV** », la TSX et la TSXV étant collectivement appelées les « **Bourses** » ou « **nous** ») publient une sollicitation de commentaires concernant les obligations qu'ont actuellement les Bourses de rendre public un rapport indicateur des opérations des initiés à la fin de chaque journée.

Les participants au marché sont invités à fournir des commentaires à l'égard d'un ensemble de questions figurant ci-après. Les commentaires doivent être formulés par écrit et parvenir d'ici le 31 janvier 2017 à la personne suivante :

Carina Kwan  
Conseillère juridique, Affaires réglementaires (Marchés boursiers)  
Groupe TMX  
The Exchange Tower  
130, rue King Ouest  
Toronto (Ontario) M5X 1J2  
Courriel : [tsxrequestforcomments@tsx.com](mailto:tsxrequestforcomments@tsx.com)

Les commentaires seront rendus publics, sauf si leur auteur demande qu'ils demeurent confidentiels.

#### Introduction

Le 8 septembre 2006, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la Alberta Securities Commission et la British Columbia Securities Commission (collectivement les « **autorités en valeurs mobilières** ») ont publié des décisions qui exigent que la TSX et la TSXV déploient des efforts raisonnables au plan commercial pour rendre public à la fin de chaque jour de bourse une synthèse par titre de toutes les opérations qui comportent un indicateur d'opération d'initié (les « **rapports obligatoires sur les opérations d'initié** »).

Les décisions des autorités en valeurs mobilières sont collectivement appelées les « **décisions** » et figurent à l'annexe A.

La TSX et la TSXV ont eu connaissance d'enjeux potentiels liés à l'intégrité du marché qui découlent de l'exigence de fournir les rapports obligatoires sur les opérations d'initié. Les Bourses ont soulevé ces préoccupations auprès des autorités en valeurs mobilières, et il a par la suite été demandé aux Bourses de publier une sollicitation de commentaires à l'égard des enjeux soulevés et des solutions potentielles. Les Bourses publient par conséquent la présente sollicitation de commentaires en vue d'obtenir la rétroaction du public à l'égard de la pertinence des rapports obligatoires sur les opérations d'initié dans le contexte actuel et des incidences négatives possibles liées à la production de ces rapports qui justifieraient de modifier ou de retirer l'obligation de les fournir.

À la lumière des commentaires reçus, la TSX et la TSXV évalueront les mesures qui sont appropriées. Parmi les mesures possibles :

- a) Demander la modification des décisions des autorités en valeurs mobilières pour changer la façon dont les rapports obligatoires sur les opérations d'initié sont diffusés.
- b) Demander la révocation des décisions des autorités en valeurs mobilières pour que l'obligation liée aux rapports sur les opérations d'initié soit entièrement retirée.
- c) Toute autre mesure qui sera jugée appropriée.

Pour établir les mesures que nous prendrons, nous mettrons en balance les avantages que le public tire des rapports obligatoires sur les opérations d'initié ainsi que les atteintes que pourraient subir certains participants au marché et l'intégrité du marché.

## Contexte

En novembre 2003, l'Insider Trading Task Force (l'« **ITTF** »), un groupe de travail sur les opérations d'initié composé des autorités en valeurs mobilières responsables de la réglementation des opérations d'initié, a publié un rapport intitulé *Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence* (le « **rapport de l'ITTF** »). Le rapport de l'ITTF aborde la question de la réduction du risque que surviennent des opérations d'initié illégales, et recommande notamment à cet effet que toutes les opérations qui comportent un indicateur d'opération d'initié soient diffusées au public en temps réel.<sup>1</sup> Cette recommandation visait à tenir compte des situations où un initié pourrait négocier des titres en fonction de renseignements qui ne sont pas couverts par la définition des termes « fait important » et « changement important » dans le contexte d'un émetteur, de sorte que certaines obligations prévues par la législation en valeurs mobilières ne s'appliqueraient pas, alors que ces renseignements pourraient être considérés comme des renseignements importants pour les investisseurs, même s'ils ne sont généralement pas diffusés. Par conséquent, le rapport de l'ITTF recommandait la diffusion en temps réel des opérations d'initié afin d'assurer une plus grande équité au chapitre des renseignements de négociation qui peuvent être importants pour les investisseurs. Nous comprenons que les décisions ont été mises en place en réponse à cette recommandation.

Le *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié* prévoit qu'un initié assujéti doit déposer une déclaration d'initié dans un délai de dix (10) jours à compter de la date à laquelle il devient initié assujéti, et une autre déclaration dans un délai de cinq (5) jours après un changement touchant ses avoirs. Ces déclarations peuvent être consultées par le public au moyen du Système électronique de déclaration des initiés (« **SEDI** »). Ces exigences visent à dissuader ceux qui voudraient effectuer des opérations d'initié inappropriées en fonction de renseignements importants inconnus du public et à améliorer l'efficacité du marché en renseignant les investisseurs sur les activités de négociation des initiés à l'égard d'un émetteur, et par voie de conséquence, sur l'opinion de ces initiés au sujet des perspectives de l'émetteur.<sup>2</sup>

Les membres de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« **OCRCVM** ») sont tenus d'appliquer un indicateur d'opération d'initié aux ordres passés sur un marché boursier canadien pour le compte d'une personne qui est un initié à l'égard de l'émetteur de la valeur.<sup>3</sup> Cet indicateur apposé à l'ordre n'est pas affiché publiquement.<sup>4</sup> Par conséquent, comme les décisions des autorités en valeurs mobilières ne s'appliquent qu'à la TSX et à la TSXV, il n'y a à notre connaissance aucun autre marché canadien qui communique au public des renseignements relatifs aux initiés similaires à la fin de chaque journée, même si des opérations sont effectuées par des initiés sur ces autres marchés.

---

<sup>1</sup> Recommandation n° 11, *Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence* (novembre 2003), page 20

<sup>2</sup> *Instruction générale relative au Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, art. 1.3

<sup>3</sup> RUIM, 6.2(1)(b)(xiv)

<sup>4</sup> RUIM, 6.2(6)b)

## Résumé des enjeux

### Moment choisi pour la publication

Nous avons reçu des plaintes au sujet des rapports obligatoires sur les opérations d'initié, lesquelles émanaient d'investisseurs qui, détenant plus de 10 % des titres d'une valeur inscrite à la TSX ou à la TSXV (un « porteur de titres important »), sont considérés comme des initiés assujettis aux termes de la législation en valeurs mobilières. Ces plaintes proviennent principalement d'investisseurs institutionnels qui nous ont fait part de leurs préoccupations directement, ou indirectement par l'intermédiaire de nos organisations participantes. Ces investisseurs sont d'avis que la publication des rapports obligatoires sur les opérations d'initié entraîne la diffusion de renseignements dont les autres participants au marché peuvent se servir à des fins de négociation, ce qui nuit aux activités de négociation subséquentes de l'investisseur institutionnel concerné et peut faire augmenter les coûts liés à l'incidence des opérations sur le marché.

Les rapports obligatoires sur les opérations d'initié contiennent des renseignements du jour portant sur le volume de négociation des initiés, y compris les porteurs de titres importants, sous une forme regroupée et anonyme. Ces rapports font plus précisément état des renseignements suivants pour chaque titre : volume, valeur et nombre d'opérations, le tout ventilé selon les « achats » et les « ventes ». Il est possible qu'en recoupant les renseignements des rapports obligatoires sur les opérations d'initié avec les renseignements publics concernant l'identité des porteurs de titres importants, un participant au marché expérimenté soit en mesure de déduire qu'un porteur de titres important est en train de changer sa position sur un titre précis. En se fondant sur cette déduction reposant sur les rapports obligatoires sur les opérations d'initié, le participant au marché pourrait, au cours des jours qui suivent, négocier le titre avant les opérations du porteur de titres important dans l'espoir de profiter d'un mouvement des cours qui découlerait ultérieurement de ces opérations.

Il est à noter qu'une solution possible aux problèmes soulevés ci-dessus serait de reporter la publication des rapports obligatoires sur les opérations d'initié. Il est avancé que les grands changements de position réalisés par les porteurs de titres importants peuvent souvent être accomplis en quelques jours de bourse. Si les rapports obligatoires sur les opérations d'initiés étaient publiés à l'issue d'un délai approprié (p. ex. trois jours), les porteurs de titres importants comme les investisseurs institutionnels seraient en mesure de se départir de leurs grandes positions ou de les augmenter sans que l'incidence sur le marché soit aussi grande.

En ce qui concerne les possibles opérations d'initié illégales, nous sommes d'avis que le report de la publication des rapports obligatoires sur les opérations d'initié ne nuirait pas au déroulement des vérifications des opérations d'initié qu'effectuent actuellement les autorités de réglementation. Nous nous interrogeons par ailleurs à savoir si la diffusion en temps quasi réel de renseignements consolidés sur les opérations d'initiés contribue dans les faits à assurer une plus grande équité entre les initiés et les non-initiés, comme l'avancait le rapport de l'ITTF.

**Question 1 :** Les rapports obligatoires sur les opérations d'initié sont-ils utiles pour les investisseurs? Dans l'affirmative, expliquez en quoi ces rapports sont utiles et la manière dont ils sont utilisés.

**Question 2 :** La diffusion publique des rapports obligatoires sur les opérations d'initié à la fin de chaque journée pose-t-elle le risque de nuire aux porteurs de titres importants d'un émetteur comme expliqué ci-dessus? Existe-t-il d'autres préoccupations ou d'autres enjeux que nous n'avons pas relevés?

**Question 3 :** Devrait-on continuer de diffuser les renseignements sur l'activité de négociation des initiés au moyen des rapports obligatoires sur les opérations d'initié de façon plus rapide que la diffusion publique actuellement réalisée au moyen du SEDI? Si la diffusion devait être effectuée à l'issue d'un délai plus long que la diffusion de fin de journée actuelle, quel serait le délai approprié pour équilibrer les avantages et les

**inconvénients associés à la diffusion de fin de journée actuelle? Par exemple, un délai de publication de trois jours de bourse après l'opération permettrait-il d'atteindre cet équilibre?**

Contenu des rapports obligatoires sur les opérations d'initié

Les rapports obligatoires sur les opérations d'initié font uniquement état des opérations effectuées à la TSX et à la TSXV; les données des opérations réalisées sur les autres bourses et systèmes de négociation parallèles canadiens n'y figurent donc pas. Nous constatons que même si le Canada est devenu un environnement de négociation d'actions multimarchés depuis la publication du rapport de l'ITTF, la TSX et la TSXV demeurent les seuls marchés canadiens tenus de produire les rapports obligatoires sur les opérations d'initié. Cette situation pourrait amener les initiés à envoyer leurs ordres vers d'autres marchés canadiens qui ne publient pas les opérations d'initié, ou vers les États-Unis dans le cas des titres intercotés. Par conséquent, les rapports obligatoires sur les opérations d'initié produits dans le contexte actuel n'offrent pas une image complète de la négociation d'actions réalisée par des initiés au Canada.

Pour que le public ait accès à une information complète et exacte, nous estimons que les rapports sur les opérations d'initié devraient contenir les renseignements provenant des données sur les ordres et les opérations de tous les marchés où sont négociées des actions canadiennes. Dans le cas contraire, les rapports obligatoires sur les opérations d'initié risquent d'être incomplets et d'induire le lecteur en erreur. Dans cette optique, il pourrait être plus approprié et efficace de charger une autorité de réglementation de produire et de publier un rapport pour l'ensemble des marchés, plutôt que d'exiger que chaque marché produise un rapport, les parties intéressées devant ensuite compiler et regrouper le contenu de l'ensemble de ces rapports.

**Question 4 : Si les rapports obligatoires sur les opérations d'initié sont considérés comme utiles pour le public, êtes-vous d'accord que des renseignements de même nature devraient aussi être offerts pour tous les marchés? Quelle serait la meilleure façon d'y parvenir? La diffusion de l'information sous forme regroupée présente-t-elle un avantage?**

**ANNEXE A**

**DÉCISIONS**

(ci-joints)

**IN THE MATTER OF  
THE SECURITIES ACT, R.S.O. 1990,  
CHAPTER S.5, AS AMENDED (Act)**

**AND**

**IN THE MATTER OF  
TSX INC.**

**DECISION**

**Section 21(5) of the Act**

1. In September 2002, a task force was established by the Ontario, British Columbia and Alberta Securities Commissions, the Commission des valeurs mobilières du Québec, the Investment Dealers Association of Canada, the Bourse de Montréal and Market Regulation Services Inc. to evaluate how best to address illegal insider trading in the Canadian capital markets (Insider Trading Task Force).
2. The Insider Trading Task Force released a report in November 2003 outlining a series of recommendations. One recommendation dealt with the disclosure to the public of trades that are marked for the account of an insider of an issuer of a security (insider trading marker). Currently, the insider trading marker is available for regulatory purposes but is not disclosed to the public.
3. To implement this recommendation, the Insider Trading Task Force members asked TSX Inc. (TSX) to consolidate on a per security basis all trades on Toronto Stock Exchange that have an insider trading marker and publicly disseminate the information in summary form at the end of the day.
4. The Commission believes it is in the public interest for TSX to publish an end of day summary of trades with an insider trading marker.

Citation: (2006) 29 OSCB 7392

**IT IS THE DECISION** of the Commission, pursuant to subsection 21(5) of the Act, that TSX shall use reasonable commercial efforts to consolidate on a per security basis all trades on Toronto Stock Exchange that have an insider trading marker and publicly disseminate the information in summary form at the end of the day.

DATED this 8<sup>th</sup> day of September, 2006.

"Paul M. Moore"

"Suresh Thakrar"

# 2006 BCSECCOM 544

COR#06/083

## Order

**TSX Venture Exchange Inc. (TSX-V)**

**Section 27 of the *Securities Act*, RSBC 1996, c. 418**

### **Background**

In September 2002, a task force was established by the Ontario, British Columbia and Alberta Securities Commissions, the former Commission des valeurs mobilières du Québec, the Investment Dealers Association of Canada, the Bourse de Montréal and Market Regulation Services Inc. to evaluate how best to address illegal insider trading in the Canadian capital markets (Insider Trading Task Force).

A recommendation of the Task Force's November 2003 report was that Market Regulation Services Inc. amend the Universal Market Integrity Rules to permit trades that are marked for the account of an insider of an issuer (insider trading marker) to be disclosed to the public in real time.

To implement the recommendation, the Task Force asked the TSX-V to publicly disseminate a consolidation of all trades on the TSX-V that have an insider-trading marker, on a per security basis, in summary form at the end of each trading day.

The Commission considers it in the public interest to direct the TSX-V to publish an end of day summary of trades with an insider trading marker.

### **Order**

Considering that it is in the public interest, the Commission orders under section 27 that the TSX-V must use reasonable commercial efforts to publicly disseminate a consolidation of all trades on the TSX-V that have an insider-trading marker, on a per security basis, in summary form at the end of each trading day.

September 8, 2006

Douglas M. Hyndman  
Chair

Alberta Securities Commission (the Commission)

In the Matter of the *Securities Act*,  
R.S.A. 2000, c. S-4 (the Act)

and

In the Matter of TSX Venture Exchange Inc.

**ORDER**  
(Section 63(4) of the Act)

### **Background**

1. The TSX Venture Exchange is recognized as an exchange in Alberta under subsection 62(2) of the Act pursuant to an order granted by the Commission on August 12, 2005.
2. In September 2002, a task force was established by the Ontario, British Columbia and Alberta Securities Commissions, the Commission des valeurs mobilières du Québec, the Investment Dealers Association of Canada, the Bourse de Montréal and Market Regulation Services Inc. to evaluate how best to address illegal insider trading in Canadian capital markets (Insider Trading Task Force).
3. The Insider Trading Task Force released a report in November 2003 outlining a series of recommendations. Recommendation 11 of the report dealt with the disclosure to the public of trades that are marked for the account of an insider of an issuer of a security (insider-trading marker). Currently, the insider-trading marker is available for regulatory purposes but is not disclosed to the public.
4. To implement Recommendation 11, the Insider Trading Task Force asked the TSX Venture Exchange Inc. (TSX-V) to publicly disseminate a consolidation of all trades on the TSX-V that have an insider-trading marker, on a per security basis, in summary form at the end of each trading day.

### **Decision**

5. The Commission, considering that it is in the public interest to do so, orders under subsection 63(4) of the Act that the TSX-V shall use reasonable commercial efforts to publicly disseminate a consolidation of all trades on the TSX-V that have an insider-trading marker, on a per security basis, in summary form at the end of each trading day.

---

Glenda A. Campbell, Q.C., Vice-Chair  
Alberta Securities Commission

---

Stephen R. Murison, Vice-Chair  
Alberta Securities Commission