

TSX INC. ET BOURSE DE CROISSANCE TSX INC.

Résumé des commentaires

Le 20 décembre 2016, la Bourse de Toronto (la « TSX ») et la Bourse de croissance TSX (la « TSXV ») ont publié une sollicitation de commentaires afin d'obtenir une rétroaction au sujet de la pertinence actuelle et de l'incidence sur le marché du rapport indicateur des opérations des initiés qu'elles doivent publier à la fin de chaque journée (les « rapports obligatoires sur les opérations d'initié »). Un résumé des commentaires reçus figure ci-après. Nous remercions tous ceux qui ont pris le temps de nous faire parvenir leurs commentaires, en l'occurrence les huit intervenants indiqués ci-après.

Liste des auteurs des commentaires :

1. 1832 Asset Management L.P.
2. Canadian Security Traders Association Inc. (CSTA)
3. Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC)
4. ITG Canada Corp.
5. Leede Jones Gable
6. Gestion d'actifs Manuvie
7. Association des gestionnaires de portefeuille du Canada (AGPC)
8. RBC Dominion valeurs mobilières inc.

Les termes spécifiques non définis dans les présentes ont la signification qui leur est attribuée dans la sollicitation de commentaires publiée sur le site Web de TMX.

<p>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.</p>	<p>Plusieurs auteurs de commentaires estiment que les rapports obligatoires sur les opérations d'initié ne profitent qu'aux investisseurs à court terme qui les utilisent à des fins spéculatives. Comme les auteurs de commentaires le font remarquer, l'objectif des rapports est de créer des conditions équitables pour les investisseurs et les initiés, mais en réalité ce sont les participants qui cherchent des occasions à court terme qui s'en servent pour repérer l'activité de négociation émanant des porteurs de grandes quantités de titres et tirer profit des mouvements du marché à court terme.</p> <p>Par exemple, un auteur est d'avis que les firmes de négociation pour compte propre et les fonds de couverture utilisent les rapports obligatoires sur les opérations d'initié pour repérer les opérations de négociation effectuées par des initiés et ainsi négocier « parallèlement » à ces opérations dans le but de réaliser des profits à court terme. Il laisse également entendre que la plupart des grands pupitres de négociation sont abonnés à ces rapports obligatoires sur les opérations d'initié et peuvent s'en servir pour informer les gros clients qui saisissent de nouveaux ordres lorsque les titres visés font l'objet d'achats ou de ventes en grande quantité par un initié. De tels renseignements pourraient aider le client à décider de l'urgence de saisir des ordres opposés pour faire concurrence de manière</p>
---	---

	<p>stratégique, ce qui améliorerait possiblement ses propres coûts d'exécution au détriment de l'initié qui cherche à acquérir ou à liquider une grande position.</p> <p>Il a aussi été remarqué que, bien qu'il puisse être courant pour les investisseurs à long terme d'utiliser des renseignements au sujet de l'activité des initiés (comme ceux des rapports obligatoires sur les opérations d'initié) afin de cerner les sentiments sous-jacents des initiés avant de prendre des décisions de placement, les renseignements accessibles dans les cinq jours suivant une opération d'initié au moyen de SEDI suffisent à atteindre cet objectif.</p> <p>Plusieurs auteurs de commentaires soulignent qu'on trouve parmi les initiés visés par les rapports obligatoires sur les opérations d'initié de nombreux gestionnaires de portefeuille qui sont considérés des « initiés » uniquement parce que le total des actifs qu'ils gèrent au nom de fonds et de comptes d'investissement peut atteindre globalement plus de 10 % des titres d'un émetteur. Les gestionnaires de portefeuille n'ont généralement pas connaissance d'information non publique importante et n'ont pas non plus de « rapports particuliers » avec l'émetteur. Ainsi, de nombreuses décisions de placement prises par ces initiés ne découlent pas d'un changement de perspective du gestionnaire de portefeuille quant à l'intérêt que présente un émetteur donné, mais plutôt d'autres facteurs comme la gestion des flux de trésorerie dans les nombreux comptes et fonds dont ils sont responsables pour leurs clients et la nécessité de rééquilibrer les portefeuilles. Par conséquent, les auteurs de commentaires estiment que le recours aux rapports obligatoires sur les opérations d'initié dans le but de cerner un changement du sentiment des initiés à l'égard d'un titre peut s'avérer trompeur ou d'une utilité limitée dans le cas de ces initiés.</p> <p>L'un des auteurs de commentaires soutient que les renseignements fournis rapidement par les rapports obligatoires sur les opérations d'initié sont très utiles pour les investisseurs dans le cas des titres inscrits de sociétés à petite capitalisation, car l'activité de négociation des initiés peut avoir de fortes répercussions sur le cours de ces titres.</p>
<p>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?</p>	<p>Tous les auteurs de commentaires sont d'avis que la diffusion publique des rapports obligatoires sur les opérations d'initié à la fin de chaque journée nuit aux porteurs de grandes quantités de titres. Plus précisément, ils s'entendent pour dire que des participants au marché avisés sont en mesure d'utiliser les rapports obligatoires sur les opérations d'initié pour effectuer des opérations avant les initiés qui font l'acquisition ou la vente de titres sur une période de quelques jours, dans l'espoir de tirer</p>

<p>Existe-t-il d'autres préoccupations ou d'autres enjeux que nous n'avons pas relevés?</p>	<p>profit de cette décision des initiés, ce qui entraîne une augmentation des coûts pour les initiés.</p> <p>Certains auteurs de commentaires rapportent que cette préoccupation est particulièrement vive chez les gestionnaires de portefeuille de fonds d'investissement publics qui font l'objet d'autres obligations d'information continue, notamment la déclaration trimestrielle des portefeuilles de placement. Cette déclaration supplémentaire de nature publique aide les participants avisés à déduire l'identité des initiés qui effectuent des opérations et à saisir des opérations inverses à celle des gestionnaires de portefeuille. L'augmentation des coûts liés à l'incidence sur le marché nuit au rendement des comptes et des fonds d'investissement sous la responsabilité des gestionnaires de portefeuille et, en fin de compte, réduit le rendement des placements réalisés par les investisseurs individuels et institutionnels (ce qui nuit à leur épargne-retraite et à leurs autres objectifs de placement). Cette répercussion peut devenir considérable à long terme et soulève des questions de protection des investisseurs.</p> <p>Quelques auteurs de commentaires remarquent aussi que la fuite de renseignements causée par les rapports obligatoires sur les opérations d'initié a un effet dissuasif chez les initiés en ce qui concerne la création même de positions importantes. Dans le cas des titres intercotés, cela peut augmenter l'attrait de négocier aux États-Unis pour diminuer les coûts liés à l'incidence sur le marché, ce qui entraîne une baisse globale de la liquidité au Canada. Par conséquent, l'activité de négociation des porteurs de grandes quantités de titres subit des contraintes non intentionnelles, et comme ces investisseurs présentent une grande valeur les sociétés émettrices, les émetteurs canadiens en subissent les contrecoups.</p> <p>Toutefois, bien que les rapports obligatoires sur les opérations d'initié puissent nuire aux porteurs de grandes quantités de titres, l'un des auteurs estime que les opérations de négociation de ces porteurs représentent des événements d'importance qui devraient être rapportés aussi rapidement que possible.</p>
<p>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</p>	<p>Plusieurs auteurs de commentaires ne croient pas que la diffusion des renseignements contenus dans les rapports obligatoires sur les opérations d'initié devrait avoir lieu plus tôt que la diffusion actuellement effectuée au moyen de SEDI, et sont convaincus que la production de ces rapports devrait plutôt être abandonnée, car ceux-ci ne répondent pas aux objectifs réglementaires qui ont mené à la mise en place de cette exigence. Au contraire, les rapports obligatoires sur les opérations d'initié ont dans les faits nu aux initiés et aux sociétés émettrices.</p>

<p>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?</p>	<p>Quelques-uns de ces auteurs de commentaires estiment que les mécanismes exigeant que les bourses produisent des rapports sur les activités des initiés ne sont peut-être pas un mode de déclaration approprié, et font remarquer que, depuis l'entrée en vigueur de l'obligation relative aux rapports en 2006, les progrès technologiques ont amélioré l'accès aux renseignements d'initiés par l'intermédiaire des dépôts dans SEDI et SEDAR, et que l'OCRCVM a grandement amélioré ses capacités de surveillance. De plus, d'autres avancées législatives à l'égard des rapports d'initiés ont été réalisées, diminuant de ce fait l'utilité de ces rapports.</p> <p>Un des auteurs est d'avis que les rapports obligatoires sur les opérations d'initié ne devraient pas être produits, mais que si ces rapports étaient considérés comme absolument nécessaires, le délai de publication devrait être le plus long possible et d'au moins cinq jours.</p> <p>Quatre autres auteurs sont d'avis qu'il serait préférable de reporter le délai de publication des rapports obligatoires sur les opérations d'initié à trois jours de bourses, comparativement à la diffusion en fin de journée qui a cours à l'heure actuelle. Par contre, ces auteurs croient que dans certaines circonstances (selon par exemple la liquidité d'un émetteur ou la taille d'une position), trois jours ne seraient pas suffisants pour qu'un initié puisse vendre ou augmenter ses positions sans permettre à d'autres participants de saisir des opérations avant lui. Quelques-uns de ces auteurs notent par ailleurs qu'ils ne s'opposeraient pas à l'élimination complète des rapports obligatoires sur les opérations d'initié.</p> <p>Ces mêmes auteurs proposent une autre solution consistant à faire en sorte que les initiés qui sont considérés comme des « investisseurs institutionnels admissibles » non exclus conformément au <i>Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés</i> (le « Règlement 62-103 ») soient assujettis à des exigences de déclaration moins sévères que les autres types d'initiés, selon un modèle similaire au régime de déclaration mensuelle prévu par le Règlement 62-103. Comme les « investisseurs institutionnels admissibles » (notamment les gestionnaires de portefeuille) acquièrent habituellement des positions d'initié uniquement dans le but d'investir pour le compte de fonds d'investissement et de comptes gérés, et non dans le but de prendre le contrôle d'un émetteur assujetti, de le réorganiser ou de fusionner avec lui (et qu'ils ne sont au courant d'aucun fait important qui n'ait pas été rendu public), les opérations de ces initiés sont considérées comme étant moins significatives pour le public qui investit que les opérations d'autres types d'initiés qui pourraient avoir l'intention de faire valoir leur point de vue. Les investisseurs institutionnels</p>
---	---

	<p>admissibles non exclus sont assujettis à une déclaration moins fréquente en vertu du Règlement 62-103, qui les oblige à fournir un rapport sommaire mensuel de leurs opérations d'initiés 10 jours civils après la fin du mois au cours duquel ces opérations ont eu lieu. Ces auteurs de commentaires suggèrent qu'un cadre semblable soit mis en place pour les rapports obligatoires sur les opérations d'initié, ce qui éliminerait non seulement le risque que des participants au marché utilisent les rapports pour faire des opérations contre celles de ces initiés, mais permettrait aussi aux participants au marché de discerner plus clairement les types d'opérations qui laissent entrevoir le sentiment des initiés ou une prise de contrôle potentielle.</p> <p>Contrairement aux autres auteurs de commentaires, un auteur exprime son désaccord et croit que les rapports obligatoires sur les opérations d'initié devraient être fournis le plus rapidement possible, et sûrement plus rapidement que ne le requiert SEDI, afin de garantir que les renseignements importants sont communiqués sans tarder à l'ensemble des investisseurs.</p>
<p>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?</p>	<p>Si la majorité des auteurs de commentaires sont d'avis que les rapports obligatoires sur les opérations d'initié ne devraient pas être exigés dans leur forme actuelle, ils s'entendent aussi pour dire que si ces rapports devaient continuer d'être publiés parce qu'on juge qu'ils présentent un intérêt suffisant pour le public, il n'y aurait aucune raison que l'exigence de publication ne s'applique pas à tous les marchés canadiens.</p> <p>Toutefois, plusieurs auteurs signalent que l'imposition d'une telle exigence à l'endroit de tous les marchés canadiens inciterait les porteurs de grandes quantités de titres à aller négocier en dehors du Canada pour se protéger contre la fuite de renseignements liée aux rapports obligatoires sur les opérations d'initié. En effet, lorsque ce serait possible, les porteurs de grandes quantités de titres essaieraient de négocier aux États-Unis ou sur d'autres marchés étrangers, ce qui nuirait à la concurrence du marché canadien dans son ensemble. Des auteurs affirment également que le fait d'étendre cette exigence à tous les marchés rendrait les porteurs de grandes quantités de titres peu enclins à négocier les titres d'un émetteur à l'égard duquel ils sont des initiés, ce qui diminuerait la liquidité globale. Ces auteurs sont généralement d'avis que l'imposition de l'exigence de déclaration à tous les marchés ne ferait qu'aggraver l'ensemble des problèmes déjà relevés.</p> <p>Un auteur de commentaires soutient qu'il serait plus approprié de recourir au SEDI, au système d'alerte et au régime de déclaration mensuelle comme mécanismes de déclaration que d'exiger des bourses qu'elles produisent les rapports. Si la modification des obligations de déclaration d'initiés est jugée nécessaire, ces canaux constitueraient le mécanisme parfait pour la mettre en</p>

œuvre, car ils feraient en sorte que l'exigence de déclaration soit équitable et uniforme. Cet auteur encourage les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, de concert avec l'OCRCVM, à explorer des mesures de renforcement qui permettrait de s'assurer que les obligations de déclaration au moyen de SEDI et de SEDAR sont remplies de façon systématique et sans délai indu.

Un auteur de commentaires est d'avis que l'obligation de fournir les rapports obligatoires sur les opérations d'initié devrait s'appliquer à toutes les places boursières canadiennes, parce qu'en raison de la structure actuelle, les initiés peuvent négocier sur d'autres bourses sans le divulguer. Selon cet auteur, l'information provenant de tous les marchés boursiers devrait être divulguée dans un rapport consolidé.