

4 mars 2005

N° 2005-007

Acheminement proposé : Négociation, Affaires juridiques et Conformité

AVIS D'APPROBATION DE MODIFICATIONS

MODIFICATIONS CONCERNANT LA NÉGOCIATION PENDANT LE DÉROULEMENT DE CERTAINES OPÉRATIONS SUR TITRES

Résumé

Le 25 février 2005, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») ont approuvé des modifications (les « modifications ») aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») afin :

- de regrouper en une seule règle les interdictions et les restrictions concernant les activités de stabilisation et de compensation du marché;
- de prévoir des dispenses des interdictions et restrictions concernant la stabilisation et la compensation du marché pour des opérations sur titres « très liquides » et sur titres de fonds négociés en bourse;
- d'harmoniser les dispositions des RUIM régissant les restrictions et les interdictions aux activités de négociation par les participants avec les exigences de la CVMO régissant les activités de négociation des courtiers et des parties reliées à l'émetteur.

Le 15 février 2005, la CVMO a pris une règle en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), soit la Règle 48-501 – *Trading during Distributions, Formal Bids and Share Exchange Transactions* (la « règle de la CVMO »), et elle a adopté l'Instruction complémentaire 48-501CP à la règle de la CVMO. La CVMO a également révoqué la paragraphe 26 de la Politique 5.1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ainsi que la Politique 62-601 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Sauf si le ministre responsable de l'administration de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (la « Loi ») rejette la règle de la CVMO ou la renvoie en vue d'un examen plus approfondi, la règle de la CVMO et l'instruction complémentaire entreront en vigueur le 9 mai 2005.

Les modifications entreront en vigueur à la date de l'entrée en vigueur de la règle de la CVMO. Entre-temps, les dispositions existantes de la règle 7.7 (Restrictions des négociations imposées aux participants prenant part à un placement) et de la règle 7.8 (Restrictions des négociations pendant une offre publique d'achat en bourse) continueront de s'appliquer.

Contexte

Simultanément à la publication de l'Avis de consultation contenu dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2003-018 visant les modifications proposées aux RUIM (la « proposition originale »), la CVMO publiait en vue de recueillir des commentaires, sous la référence (2003) 26 OSCB 6157, le projet de règle 48-501 (la « règle originale de la CVMO »). En fonction des commentaires reçus, tant SRM que la CVMO ont proposé des révisions à leurs propositions originales et ont republié des propositions révisées en vue d'une deuxième période de formulation de commentaires. SRM a publié l'Avis à l'intégrité du marché 2004-024 le 10 septembre 2004 (la « proposition révisée ») et la CVMO a publié des propositions révisées le 10 septembre 2004 sous la référence (2004) 27 OSCB 7766 (la « règle révisée de la CVMO »).

En réponse à la publication, en vue de recueillir des commentaires, de la proposition révisée et de la règle révisée de la CVMO, SRM et la CVMO ont reçu 11 observations de la part de 10 auteurs de commentaires. En conséquence des commentaires reçus et après un examen plus approfondi de la part de la CVMO et de SRM, certaines révisions non importantes ont été apportées à la proposition révisée. En règle générale, les commentaires reçus par SRM s'appliquaient aussi bien à la règle révisée de la CVMO qu'à la proposition révisée. L'annexe « C » a été préparée conjointement par le personnel de SRM et de la CVMO et constitue un récapitulatif des commentaires reçus à l'égard des propositions révisées ainsi que des réponses de SRM et de la CVMO à ces commentaires.

Résumé des modifications

Les modifications régissent les activités de courtiers, d'émetteurs et de tiers dans le cadre d'un placement de titres, d'une offre publique d'achat en bourse, d'une offre publique de rachat ou d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable. Les modifications visent à prévoir ce qui constitue une activité acceptable, sinon de restreindre les activités de négociation en vue d'empêcher que des personnes ayant un intérêt dans l'issue du placement de titres ou d'autres opérations ne puissent se livrer à un comportement manipulateur.

Les modifications imposent des interdictions ou des restrictions à l'égard d'un *courtier soumis à des restrictions* qui négocie certains titres au cours d'une *période de restrictions*. Un courtier soumis à des restrictions est défini comme incluant un participant dont les services ont été retenus dans l'une des capacités suivantes :

- preneur ferme dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;

- mandataire, mais non preneur ferme, dans le cadre d'un placement privé restreint qui vise le placement de plus de 10 % des actions émises et en circulation et où le participant a le droit de vendre plus de 25 % du placement;
- courtier gérant, gérant, démarcheur ou conseiller à l'égard d'une offre publique d'achat en bourse ou d'une offre publique de rachat si un titre est offert à titre de contrepartie;
- démarcheur ou conseiller à l'égard de l'approbation d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable.

En outre, un certain nombre de personnes reliées au participant seront considérées constituer un courtier soumis à des restrictions, dont les suivantes :

- une entité liée au participant (à l'exception de divers services ou divisions distincts à l'égard desquels des politiques et procédures convenables sont en place en vue de prévenir les fuites de renseignements);
- un courtier, un associé, un administrateur, un dirigeant ou un employé du participant ou d'une entité liée au participant;
- une personne agissant conjointement ou de concert avec le participant ou l'une des personnes reliées.

Un titre restreint se définit comme suit :

- un titre offert, ce qui comprend le titre inscrit ou le titre coté en bourse :
 - qui fait l'objet d'un appel public à l'épargne,
 - offert dans le cadre d'une offre publique d'achat en bourse ou d'une offre publique de rachat,
 - qui est susceptible d'émission aux termes d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable;
- un titre relié, ce qui comprend un titre inscrit ou un titre coté en bourse :
 - en lequel le titre offert peut être immédiatement converti, contre lequel il est immédiatement échangeable ou qui peut être immédiatement émis moyennant l'exercice d'un droit,
 - qui, de par les modalités du titre offert, peut avoir une incidence importante sur la valeur du titre offert,
 - auquel le titre offert donne droit par voie d'exercice d'un droit, si le titre offert est un bon de souscription spécial,
 - qui est un titre de participation de l'émetteur du titre offert.

Au cours de la période de restrictions (qui, dans le cas d'un appel public à l'épargne, commence habituellement deux jours avant l'établissement du prix et qui se termine à la finalisation du processus de vente et qui, dans le cas d'une offre publique d'achat, d'une offre publique de rachat, d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable, débute à la date de la diffusion de la note d'information ou du document semblable

et qui se termine au parachèvement de l'offre d'achat ou de l'opération ou au moment de l'approbation de l'opération), un courtier soumis à des restrictions n'est pas autorisé à faire une offre d'achat ou un achat à l'égard d'un titre restreint ni ne peut tenter « de persuader une personne à faire l'acquisition d'un titre restreint, ou de faire en sorte qu'elle le fasse ». Un certain nombre de dispenses s'appliquent, dont la possibilité de faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint :

- dans le cas d'un titre offert, à un prix qui ne dépasse pas le moindre des deux cours suivants :
 - le prix auquel le titre offert sera émis si ce prix a été établi;
 - le dernier cours vendeur indépendant au moment de la saisie de l'ordre d'achat;
- dans le cas d'un titre relié, à un prix qui ne dépasse pas le moindre des deux cours suivants :
 - le dernier cours vendeur indépendant au début de la période de restrictions;
 - le dernier cours vendeur indépendant au moment de la saisie de l'ordre d'achat;
- qui constitue un *titre très liquide* (soit un titre qui se négocie en moyenne au moins 100 fois par jour et qui est assorti d'une valeur de négociation moyenne de 1 000 000 \$ par jour de bourse sur une période de 60 jours ou un titre assujéti au règlement dit *Regulation M* de la United States Securities and Exchange Commission (« SEC ») et qui est considéré un « titre négocié activement » au sens d'« *actively-traded security* » pour les fins du Règlement dit *Regulation M*) ou un *fonds négocié en bourse* (soit un fonds commun de placement dont les titres sont inscrits ou cotés en bourse et dans le cadre d'un placement continu aux fins de la législation en valeurs mobilières);
- qui est un ordre client non sollicité ou un ordre client qui a été sollicité avant le début de la période de restrictions.

Des dispenses sont également prévues à l'égard transactions qui constituent :

- des transactions multiples (visant au moins 10 titres, les titres restreints comptant pour au plus 20 % de la valeur de l'opération);
- les transactions déclenchées par ordinateur (entreprises simultanément à une transaction visant un instrument dérivé conformément aux règles du marché);
- le rééquilibrage des portefeuilles en fonction de changements apportés à un indice;
- des activités d'arbitrage à l'égard de titres intercotés;
- les activités aux termes des obligations du teneur de marché conformément aux règles du marché;
- les activités entreprises par des teneurs de marché des instruments dérivés.

Lorsque la législation en valeurs mobilières applicable le lui autorise, un courtier soumis à des restrictions peut « tenter de persuader une personne de faire l'acquisition d'un titre restreint, ou faire en sorte qu'une personne en fasse l'acquisition » en faisant ce qui suit :

- sollicitant des dépôts en réponse à une offre publique d'achat ou à une offre publique de rachat;
- publiant ou en diffusant des renseignements, avis ou recommandations à l'égard de tout autre titre restreint si des renseignements, des avis ou des recommandations semblables sont inclus à l'égard d'autres émetteurs ou si le titre constitue un *titre très liquide*.

Sous réserve de certaines dispenses limitées, un courtier soumis à des restrictions ne peut effectuer une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint au cours de la période de restrictions applicable pour le compte d'un *émetteur soumis à des restrictions* (ce qui comprend l'émetteur, un porteur de titres vendeur, une entité membre du même groupe, une entité ayant un lien, un initié, un compte sur lequel toute telle personne exerce une emprise ou un contrôle et toute personne agissant conjointement ou de concert avec l'une de ces autres personnes).

Résumé des modifications à la proposition révisée

En fonction des commentaires reçus en réponse à l'Avis de consultation contenu dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-024 et en fonction des commentaires reçus de la part des autorités de reconnaissance, SRM a apporté un certain nombre de modifications à la proposition révisée. Le libellé des modifications est énoncé à l'annexe « A » et les révisions à la proposition révisée sont indiquées à l'annexe « B ». Le texte qui suit est un résumé des modifications importantes apportées à la proposition révisée au moment de l'adoption des modifications.

Définitions

- ***période de restrictions – début de la période dans le cadre de fusions, d'arrangements ou de restructurations du capital***

Dans la proposition révisée, la période de restrictions dans le cadre d'une offre publique d'achat, d'une offre publique de rachat, d'une fusion, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable débutait à la date que portait la note d'information relative à l'offre publique d'achat, la note d'information relative à l'offre publique de rachat, tout document semblable ou la circulaire de sollicitation de procurations (les documents) dans le cadre de l'opération. Des commentaires ont été reçus comme quoi la date de la diffusion des documents serait préférable à la date que portent les documents. Les modifications apportent une harmonisation au règlement dit *Regulation M* de sorte que les restrictions débutent à la date du début de la diffusion des documents.

- ***période de restrictions – le processus de vente a pris fin***

Dans la proposition révisée, la période de restrictions à l'égard des placements par voie de prospectus et les placements privés se terminait à la date de la fin du processus de vente (ce qui, dans le cas d'un placement par voie de prospectus, s'entendait de la délivrance du visa à l'égard du prospectus, de la répartition, par le participant, de la totalité de la tranche des titres qui lui revenaient, et de la remise à chaque souscripteur d'un exemplaire du prospectus) et de la fin de toutes les ententes de stabilisation se

rapportant au titre offert. Des auteurs de commentaires ont écrit en demandant davantage d'harmonisation au règlement dit *Regulation M* et davantage de précisions.

En conséquence des commentaires reçus, plusieurs modifications ont été apportées. L'alinéa 1.2(6) des Règles a été modifié pour ce qui est du moment où le processus de vente est réputé se terminer. L'obligation de remettre un exemplaire du prospectus à chaque souscripteur a été supprimée. En somme, il existe trois exigences pour que le processus de vente soit jugé avoir pris fin : un visa doit avoir été délivré à l'égard du prospectus définitif, le participant doit avoir réparti la totalité de la tranche des titres qui doivent être placés et tous les efforts de vente doivent avoir cessé.

La Politique 1.2 a été modifiée afin de préciser que les titres répartis à un participant dans le cadre d'un placement et qui sont transférés au compte de stocks du participant à la fin du placement seraient réputés placés et, par conséquent, des ventes ultérieures de ces titres ne seraient pas assujetties aux restrictions dans la mesure où les ventes ultérieures ne constituent pas par ailleurs des placements aux termes de la législation en valeurs mobilières. Des précisions ont également été ajoutées à la Politique 1.2 afin de prévoir que, lorsqu'il existe un syndicat, il doit avoir été dissous pour que la période de restrictions soit considérée terminée.

- ***courtier soumis à des restrictions – mandataires***

Des commentaires ont été reçus concernant la portée de la définition de *courtier soumis à des restrictions* en ce qu'elle a trait aux mandataires et, en particulier, des commentaires ont été formulés comme quoi l'inclusion des mandataires n'était pas nécessaire puisque les participants agissant en cette qualité, et qui ne seraient pas réputés être des preneurs fermes aux termes de la législation en valeurs mobilières, n'auraient généralement pas le même incitatif à manipuler les cours. La CVMO et SRM estiment que, lorsqu'un placement a lieu par voie de placement privé, il existe encore suffisamment d'incitatifs pour qu'un courtier se livre à des activités de manipulation lorsque le placement est d'une envergure suffisante et que sa répartition est suffisamment considérable. Afin de capter les instances où la participation du mandataire est considérable, et donc les instances où il existe un plus grand incitatif à manipuler les cours, la définition dans les modifications prévoit que, lorsqu'un participant agit en qualité de mandataire, mais non en qualité de preneur ferme, dans le cadre d'un *placement privé restreint* visant des titres, le participant sera réputé constituer un *courtier soumis à des restrictions* uniquement si le nombre de titres émis aux termes du placement privé restreint constituerait plus de 10 % du total des titres émis et en circulation et si le participant s'est vu répartir, et a le droit de vendre, plus de 25 % des titres qui doivent être émis.

- ***émetteur soumis à des restrictions - exception à l'égard des initiés non munis de renseignements importants***

La définition d'*émetteur soumis à des restrictions* comprend les initiés de l'émetteur et des porteurs de titres vendeurs. Des préoccupations ont été formulées comme quoi certains établissements, par exemple les maisons de courtage qui gèrent des comptes

discretionnaires, pourraient devenir des initiés aux termes de l'alinéa c) de la définition d'initié aux termes de la Loi ou de dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable, du fait de leur propriété, contrôle ou emprise à l'égard de plus de 10 % des titres comportant droits de vote d'un émetteur, sans qu'ils aient nécessairement un intérêt dans l'issue du placement ou de l'opération ni connaissance de renseignements qui soit différente de celle d'un porteur de titres qui n'est pas un initié. La définition d'*émetteur soumis à des restrictions* a été modifiée dans les modifications afin d'exclure une personne qui est un initié d'un émetteur uniquement en raison de l'alinéa c) de la définition d'*initié* aux termes de la Loi ou de dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable si cette personne n'avait pas, au cours des 12 mois précédents, de représentation au conseil ou au sein de la direction à l'égard de l'émetteur ou du porteur de titres vendeur et n'avait aucune connaissance de renseignements importants concernant l'émetteur ou ses titres qui n'avaient pas fait l'objet d'une diffusion générale.

- ***titre offert***

Les modifications précisent qu'un *titre offert* doit être soit un titre coté en bourse soit un titre inscrit, y compris dans des circonstances où le titre doit être offert dans le cadre d'une offre publique d'achat, d'une offre publique de rachat, d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable.

- ***appel public à l'épargne***

Dans la proposition révisée, l'expression *appel public à l'épargne* a été définie comme un placement d'un titre aux termes d'un prospectus ou d'un placement privé. Compte tenu des commentaires reçus, il était clair qu'il existait une certaine confusion quant au genre de placement qui serait visé par les restrictions. L'expression a été retranchée dans les modifications et remplacée par les expressions *placement par voie de prospectus* et *placement privé restreint*. L'expression *placement privé restreint* a été définie comme un placement aux termes de l'alinéa 72(1)b) de la Loi ou de l'article 3.2 de la Règle 45-501 intitulée *Exempt Distributions* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, ou de dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable.

Dispenses

- ***Offres d'achat ou achats au dernier cours vendeur indépendant***

Des commentaires ont été reçus de la part d'auteurs qui formulaient des préoccupations comme quoi la dispense limiterait le prix de stabilisation du marché au moindre du prix dans le cadre du placement (ou, s'il n'a pas été établi, au dernier cours vendeur indépendant) et du meilleur cours acheteur indépendant au moment de l'offre d'achat et comme quoi cette dispense pourrait, dans certains cas, être davantage restrictive que la dispense actuelle qui limite l'offre d'achat au moindre du prix d'émission (s'il est établi) et du dernier cours vendeur indépendant. La CVMO était d'avis que le cours de la dernière

vente indépendante donnait la meilleure indication de l'état du marché, puisqu'elle correspondait à une opération véritable. Le recours au dernier cours vendeur est également compatible avec le cours de stabilisation initial au sens de *initial stabilizing price* prévu au Règlement dit *Regulation M*. En outre, le prix maximal moyennant lequel des activités de stabilisation peuvent avoir lieu a été révisé dans le cadre de la règle. Pour ce qui est d'un titre offert, l'offre d'achat ou l'achat ne doit pas dépasser le moindre du prix dans le cadre du placement et du dernier cours vendeur indépendant. Dans le cas d'un titre relié, l'offre d'achat ou l'achat ne doit pas dépasser le moindre du dernier cours vendeur indépendant au début de la période de restrictions et au moment de l'offre d'achat ou de l'achat.

Rapports de recherche

- ***Recherches portant sur un émetteur unique - Dispense à l'égard des titres très liquides***

De nombreux commentaires ont été reçus concernant la suppression de la dispense à l'égard de la publication de rapports de recherche portant sur un émetteur unique, selon ce qui avait été proposé dans la première mouture du projet de règle. En particulier, les auteurs de commentaires ont observé que les courtiers ontariens pourraient être considérablement désavantagés par rapport à leurs homologues américains dans le cadre d'un placement transfrontalier. Le Règlement dit *Regulation M* permet que soient publiés des rapports portant sur un émetteur unique, à la condition que certaines conditions soient respectées, dont celle que la recherche fasse partie d'une publication qui est diffusée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires. Afin de favoriser les placements transfrontaliers en harmonisant les exigences réglementaires dans les modifications par rapport au règlement dit *Regulation M*, et afin de procurer une égalité de chances entre les émetteurs intercotés avec un marché aux États-Unis et d'autres émetteurs en Ontario, les modifications comprennent une dispense à l'égard de rapports de recherche portant sur des émetteurs de titres qui sont visés par la définition d'un *titre très liquide*.

Différences entre les modifications et la règle de la CVMO

Simultanément à la publication du présent Avis relatif à l'intégrité du marché portant sur l'approbation des modifications, la CVMO publie un Avis concernant l'adoption par la Commission de la règle de la CVMO et l'abrogation du paragraphe 26 de la politique 5.1 de la CVMO ainsi que de la politique 62-601 de la CVMO.

Les dispositions adoptées aux termes des RUIM sont le pendant des dispositions incluses dans la règle de la CVMO. Il existe des différences mineures de terminologie et de structure afin de tenir compte :

- de l'utilisation d'expressions définies et de protocoles de rédaction différents;
- de l'application des dispositions des RUIM dans tous les territoires où SRM est reconnue comme entité d'autoréglementation par rapport à l'application de la règle de la CVMO qui ne vise que l'Ontario;

- de l'application des dispositions des RUIM aux titres cotés en bourse et aux titres inscrits, par rapport à l'application de la règle de la CVMO qui vise l'ensemble des titres dont la négociation est assujettie aux obligations de transparence énoncées à la Norme canadienne 21-101 – *Fonctionnement du marché*;
- l'application des dispositions des RUIM aux participants et aux personnes ayant droit d'accès par rapport à l'application de la règle de la CVMO qui vise toutes les personnes, y compris les émetteurs et les courtiers.

À noter : l'alinéa 3.1(i) de la règle de la CVMO permet aux courtiers de se fonder sur les dispenses prévues dans les RUIM. En particulier, les dispositions des RUIM permettent à un courtier soumis à des restrictions de faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint dans le cadre de ce qui suit :

- une transaction multiple;
- une transaction déclenchée par ordinateur;
- le rééquilibrage de portefeuilles en fonction de modifications apportées aux indices;
- d'activités d'arbitrage à l'égard de titres intercotés;
- d'activités aux termes des obligations du teneur de marché;
- d'activités entreprises par des teneurs de marché des instruments dérivés.

Il n'y a aucune différence de fond entre les modifications et la règle de la CVMO sauf tel qu'il découle des quatre facteurs énoncés ci-dessus.

Harmonisation future au règlement dit *Regulation M* et à la règle de la CVMO

L'un des objectifs clés visés par les modifications consistait à assurer une harmonisation, dans la mesure du possible, à la règle de la CVMO et au règlement dit *Regulation M*.

Le 9 décembre 2004, la SEC a publié, afin de recueillir des commentaires, des modifications proposées au règlement dit *Regulation M*, après avoir proposé des modifications aux dispositions concernant les rapports de recherche le 3 novembre 2004. Les modifications proposées au règlement dit *Regulation M* les plus importantes :

- modifieraient la définition d'une période de restrictions dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne, d'une fusion, d'une acquisition et d'une offre publique d'échange;
- mettraient à jour les seuils en dollars à l'égard de « titres négociés activement » au sens de *actively-traded security*, et ce, afin de tenir compte du facteur d'inflation depuis l'adoption du règlement dit *Regulation M*;
- exigeraient la divulgation d'opérations de couverture et de stabilisation des cours (dits *penalty bids*) par un syndicat lorsque des activités de stabilisation sont entreprises.

SRM examinera toutes modifications apportées aux règlements dit *Regulation M* au moment de leur adoption. Au besoin, SRM peut proposer des modifications supplémentaires aux RUIM à une date ultérieure. Il serait à prévoir que toutes modifications apportées aux RUIM le seraient de concert avec des modifications apportées par la CVMO à la règle de la CVMO.

Liste de titres très liquides

Les modifications prévoient qu'un titre très liquide sera dispensé de certaines des restrictions et interdictions. Un titre très liquide se définit comme un titre coté ou un titre inscrit qui :

- a) soit a été négocié, globalement, sur un ou plusieurs marchés selon ce qui est publié dans un affichage consolidé du marché au cours d'une période de 60 jours se terminant au moins 10 jours avant le début de la période de restrictions :
 - (i) une moyenne d'au moins 100 fois par jour de bourse,
 - (ii) et est assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse;
- b) soit est assujetti au règlement dit Regulation M et est considéré un « titre négocié activement » au sens de *actively-traded security* aux termes de celui-ci.

SRM a l'intention de conserver et de diffuser une liste de titres qui, en fonction des données dont elle dispose, sont visés par la définition d'un titre très liquide en conséquence de la réalisation du nombre requis de transactions quotidiennes moyennes et de l'atteinte d'une valeur de négociation quotidienne moyenne sur les marchés canadiens. SRM ne conservera pas de liste de titres réputés « négociés activement » au sens *actively-traded* aux termes du règlement dit *Regulation M*. Les personnes peuvent se fier à cette liste ou elles peuvent procéder à une vérification indépendante à savoir si un titre respecte les exigences d'un titre très liquide pourvu qu'elles conservent un dossier des données sur lesquelles elles se sont fiées dans le cadre de la vérification des exigences. SRM s'attend à ce que la liste soit disponible sur son site Internet (à l'adresse www.rs.ca) aux alentours du 2 mai 2005.

Annexes

- L'annexe « A » énonce le libellé des modifications aux RUIM et aux Politiques afin de remplacer les règles 7.7 et 7.8 actuelles.
- L'annexe « B » indiquer les changements apportés aux modifications par rapport à la proposition révisée.
- L'annexe « C » contient un récapitulatif des commentaires reçus par SRM à l'égard de la proposition révisée et par la CVMO à l'égard de la règle révisée de la CVMO, ainsi que la réponse conjointe de SRM et de la CVMO à chacun des commentaires.

Questions

Les questions concernant le présent avis peuvent être adressées à la personne suivante :

M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique,
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900, C.P. 939,



Market Regulation Services Inc.
Services de réglementation du
marché inc.

145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : (416) 646.7277
Télécopieur : (416) 646.7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

ROSEMARY CHAN,
VICE-PRÉSIDENTE, BUREAU DE LA POLITIQUE RELATIVE AU MARCHÉ ET DU
CONTENTIEUX

Annexe « A »

Règles universelles d'intégrité du marché

MODIFICATIONS CONCERNANT LA NÉGOCIATION PENDANT LE DÉROULEMENT DE CERTAINES OPÉRATIONS SUR TITRES

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont, par les présentes, modifiées de la façon suivante :

1. La règle 1.1 est modifiée par la suppression de la définition de *personne soumise à des restrictions*.
2. La règle 1.1 est modifiée par la suppression de la définition de *titre offert* et son remplacement par la définition suivante :

titre offert s'entend de tout titre de la catégorie d'un titre qui est, ou qui, au moment de son émission, sera, un titre coté en bourse ou un titre inscrit et qui revêt l'une des caractéristiques suivantes :

- a) il est offert aux termes d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- b) il est offert par un initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat en bourse à l'égard de laquelle une note d'information relative à une offre publique d'achat ou un document semblable doit être déposé en vertu de la législation en valeurs mobilières;
- c) il est offert par un émetteur dans le cadre d'une offre publique de rachat à l'égard de laquelle une note d'information relative à une offre publique de rachat ou un document semblable doit être déposé en vertu de la législation en valeurs mobilières;
- d) il serait susceptible d'être émis à un porteur de titres aux termes d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable à l'égard de laquelle des procurations sont sollicitées auprès de porteurs de titres qui recevront le titre offert dans des circonstances telles que l'émission constituerait un placement dispensé des exigences de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable.

Toutefois, il est prévu que, si le titre dont il est question aux alinéas a) à d) est une part assortie de plusieurs types ou catégories, chaque titre constituant la part est considéré un *titre offert*.

3. La règle 1.1 est modifiée par l'ajout des définitions suivantes :

courtier soumis à des restrictions s'entend, à l'égard d'un titre offert donné :

- a) d'un participant respectant l'un des critères suivants :
 - (i) il est un preneur ferme, au sens de la législation en valeurs mobilières applicable, agissant dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint,
 - (ii) il prend part, en qualité de mandataire mais non de preneur ferme, à un placement privé restreint de titres et
 - A) le nombre de titres devant être émis aux termes du placement privé restreint compterait pour plus de 10 % des titres offerts émis et en circulation,
 - B) le participant s'est vu répartir, ou a par ailleurs le droit de vendre, plus de 25 % des titres devant être émis aux termes du placement privé restreint,
 - (iii) il a été nommé par un initiateur pour faire fonction de courtier gérant, de gérant, de démarcheur ou de conseiller dans le cadre d'une offre publique d'achat en bourse ou d'une offre publique de rachat,
 - (iv) il a été nommé par un émetteur pour faire fonction de démarcheur ou de conseiller à l'égard de l'obtention de l'approbation des porteurs de titres relativement à une fusion, un arrangement, une restructuration du capital ou une opération similaire qui se solderait par une émission de titres qui constituerait un placement dispensé des exigences de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable.

Dans chaque cas, conseiller s'entend d'un conseiller dont la rémunération dépend de l'issue de l'opération;

- b) d'une entité liée au participant dont il est question à l'alinéa a) mais ne comprend pas une telle entité liée, ou un service ou une division distincts du participant, si les conditions suivantes sont respectées :
 - (i) le participant adopte et applique des politiques et procédures écrites conformément à la règle 7.1 qui sont raisonnablement

conçues afin de prévenir la fuite de renseignements de la part du participant concernant le titre offert et l'opération connexe,

- (ii) le participant ne possède pas de dirigeants ou d'employés qui sollicitent des ordres clients ou recommandent des opérations sur titres de concert avec l'entité liée, le service ou la division,
- (iii) l'entité liée, le service ou la division, au cours de la période de restrictions, ne se livre pas à l'une des activités suivantes à l'égard du titre restreint :
 - A) agir en qualité de teneur de marché (sauf conformément aux obligations du teneur de marché),
 - B) solliciter des ordres clients,
 - C) saisir des ordres propres ou se livrer par ailleurs à l'exécution pour compte propre;
- c) d'un associé, d'un administrateur, d'un dirigeant ou d'une personne qui occupe un poste semblable ou qui exerce des fonctions semblables du participant dont il est question à l'alinéa a) ou d'une entité liée au participant dont il est question à l'alinéa b);
- d) de toute personne agissant conjointement ou de concert avec une personne dont il est question aux alinéas a), b) ou c) à l'égard d'une opération déterminée.

dernier cours vendeur indépendant s'entend du dernier cours vendeur d'une transaction, à l'exception d'une transaction dont un courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'elle a été exécutée par ou pour une personne qui est un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions.

émetteur soumis à des restrictions s'entend, à l'égard d'un titre offert donné, de l'une des personnes suivantes :

- a) l'émetteur du titre offert;
- b) un porteur de titres qui vend le titre offert dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- c) une entité du même groupe que l'émetteur, une entité ayant un lien avec celui-ci ou un initié de l'émetteur du titre offert ou du porteur qui le vend selon ce qui est établi conformément aux dispositions de la législation en valeurs mobilières applicable mais ne comprend pas une personne qui est un initié d'un émetteur en

vertu de l'alinéa c) de la définition d'« initié » aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) et des dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable si cette personne respecte les deux conditions suivantes :

- (i) elle n'a pas, et n'a pas eu au cours des douze mois précédents, de représentation au sein du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur ou du porteur de titres qui vend le titre offert;
 - (ii) elle n'a pas connaissance de renseignements importants concernant l'émetteur ou ses titres qui n'ont pas fait l'objet d'une diffusion générale;
- d) une personne agissant conjointement ou de concert avec une personne dont il est question aux alinéas a), b) ou c) à l'égard d'une opération déterminée.

période de restrictions s'entend, relativement à un courtier soumis à des restrictions ou à un émetteur soumis à des restrictions, de la période suivante :

- a) dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint de tout titre offert, la période qui commence deux jours de bourse avant le jour de l'établissement du prix d'offre du titre offert et se terminant à la date où le processus de vente et toutes les ententes de stabilisation se rapportant au titre offert ont pris fin, à la condition que, si la personne est un courtier soumis à des restrictions, la période débute à la date à laquelle le participant conclut une convention ou parvient à une entente en vue de prendre part à un placement par voie de prospectus ou à un placement privé restreint de titres, que les modalités et conditions de cette participation aient été convenues ou non, si cette date est postérieure;
- b) relativement à une offre publique d'achat en bourse ou une offre publique de rachat, à compter de la date de diffusion de la note d'information relative à l'offre publique d'achat en bourse ou à l'offre publique de rachat ou de la date de diffusion de tout document semblable et se terminant à l'expiration de la période au cours de laquelle les titres peuvent être déposés en réponse à cette offre, y compris toute prolongation de celle-ci, ou au retrait de l'offre;
- c) relativement à une fusion, un arrangement, une restructuration du capital ou une opération semblable, à compter de la date de diffusion de la circulaire de sollicitation de procurations relative à

cette opération et se terminant à la date de l'approbation de l'opération par les porteurs de titres qui recevront le titre offert ou à la résiliation de l'opération par l'émetteur ou les émetteurs.

placement privé restreint s'entend d'un placement de titres offerts effectué aux termes de l'alinéa 72(1)b) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) ou du paragraphe 2.3 de la Règle 45-501 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario intitulée *Exempt Distributions* ou de dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable.

titre de participation s'entend d'un titre d'un émetteur qui comporte un droit résiduel de participer au bénéfice de l'émetteur et, à la liquidation ou à la dissolution de l'émetteur, au partage de ses biens.

titre relié s'entend, à l'égard d'un titre offert :

- a) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit auquel le titre offert donne immédiatement droit par conversion, échange ou exercice d'un droit, sauf si le prix de conversion, d'échange ou d'exercice est supérieur à 110 % du meilleur cours vendeur du titre inscrit ou du titre coté en bourse au début de la période de restrictions;
- b) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit de l'émetteur du titre offert ou d'un autre émetteur qui, selon les modalités du titre offert, peut avoir une incidence importante sur la valeur du titre offert;
- c) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui serait émis à l'exercice du bon de souscription spécial, si le titre offert est un bon de souscription spécial;
- d) de tout autre titre de participation de l'émetteur qui est un titre coté en bourse ou un titre inscrit, si le titre offert est un titre de participation.

titre restreint s'entend :

- a) du titre offert,
- b) de tout titre relié.

titre très liquide s'entend d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui :

- a) soit a été négocié, globalement, sur un ou plusieurs marchés selon ce qui est publié dans un affichage consolidé du marché au

cours d'une période de 60 jours se terminant au moins 10 jours avant le début de la période de restrictions :

- (i) une moyenne d'au moins 100 fois par jour de bourse,
 - (ii) et est assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse;
- b) soit est assujetti au règlement dit Regulation M aux termes de la Loi de 1934 et est considéré un « titre négocié activement » au sens de *actively-traded security* aux termes de celui-ci.

transaction multiple s'entend de l'achat simultané d'au moins 10 titres cotés en bourse ou titres inscrits à la condition qu'un titre restreint ne compte pas pour plus de 20 % de la valeur globale de l'opération.

4. La règle 1.2 est modifiée par l'ajout des paragraphes suivants :

- (6) Aux fins de la définition de *période de restrictions* :
 - a) le processus de vente est réputé avoir pris fin si les conditions suivantes sont réunies :
 - (i) dans le cas d'un placement par voie de prospectus, si le visa du prospectus définitif a été délivré par l'autorité en valeurs mobilières compétente et le participant a réparti sa tranche intégrale des titres qui doivent être placés aux termes du prospectus et tous les efforts de vente ont cessé,
 - (ii) dans le cas d'un placement privé restreint, le participant a réparti sa tranche intégrale des titres qui doivent être placés aux termes du placement;
 - b) les ententes de stabilisation sont réputées avoir pris fin dans le cas d'un syndicat de prise ferme ou de mandataires lorsque, conformément à la convention de syndication, le chef de file ou le mandataire établit que la convention de syndication a été résiliée de sorte que tout achat ou vente d'un titre restreint par un participant après la date de résiliation n'est pas assujetti aux ententes de stabilisation ou par ailleurs effectué conjointement pour les participants qui étaient parties aux ententes de stabilisation.
- (7) S'il s'agit d'indiquer un rapport avec une entité, l'expression *entité ayant un lien* a le sens attribué à l'expression *liens* ou *personne*

qui a un lien dans la législation en valeurs mobilières applicable et comprend toute personne dont une entité est propriétaire véritable de titres comportant droit de vote lui assurant plus de 10 pour cent des droits de vote rattachés à l'ensemble des titres comportant droit de vote en circulation de la personne.

5. La règle 7.7 est supprimée et est remplacée par le texte suivant :

Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres

- (1) **Interdictions** - Sauf selon ce qui est autorisé, un courtier soumis à des restrictions ne doit pas, en tout temps au cours d'une période de restrictions :
 - a) offrir d'acheter ou acheter un titre restreint :
 - (i) soit pour le compte d'un courtier soumis à des restrictions;
 - (ii) soit pour un compte sur lequel un courtier soumis à des restrictions exerce une emprise ou un contrôle;
 - b) tenter de persuader une personne de faire l'acquisition d'un titre restreint, ou faire en sorte qu'elle le fasse.

- (2) **Interdiction d'agir pour le compte d'émetteurs soumis à des restrictions**
 Sauf selon ce qui est autorisé, si un courtier soumis à des restrictions sait ou est raisonnablement censé savoir qu'une personne est un émetteur soumis à des restrictions, il ne doit pas, en tout temps au cours de la période de restrictions qui s'applique à un émetteur soumis à des restrictions déterminé, offrir d'acheter ou acheter un titre restreint pour le compte de cet émetteur soumis à des restrictions ou un compte sur lequel cet émetteur soumis à des restrictions exerce une emprise ou un contrôle.

- (3) **Reprise réputée d'une période de restrictions** - Si un participant nommé pour faire fonction de preneur ferme dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint reçoit un ou plusieurs avis de l'exercice de droits de résolution de la part d'acheteurs comptant, au total, pour au moins 5 % des titres offerts répartis au participant ou acquis par celui-ci dans le cadre du placement par voie de prospectus ou du placement privé restreint, la période de restrictions est réputée

avoir débuté sur réception de cet avis ou de ces avis et est réputée avoir pris fin au moment où le participant a placé sa participation, y compris les titres qui faisaient l'objet de l'avis ou des avis de l'exercice de droits de résolution.

(4) **Dispenses** – L'alinéa (1) ne s'applique pas à un courtier soumis à des restrictions dans le cadre des activités suivantes :

a) des activités de stabilisation ou de compensation du marché dans le cadre desquelles l'offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint vise à préserver un marché équitable et ordonné à l'égard du titre offert en réduisant la volatilité du cours ou en redressant des déséquilibres quant à l'intérêt manifesté relativement à l'achat ou la vente du titre restreint, à la condition que l'offre d'achat ou l'achat soit effectué à un prix qui ne dépasse pas le moindre des deux montants suivants :

(i) relativement à un titre offert :

- A) soit le prix auquel le titre offert sera émis dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint, si ce prix a été établi,
- B) soit le dernier cours vendeur indépendant au moment de la saisie sur un marché de l'ordre d'achat,

(ii) relativement à un titre relié :

- A) soit le dernier cours vendeur indépendant au début de la période de restrictions,
- B) soit le dernier cours vendeur indépendant au moment de la saisie sur un marché de l'ordre d'achat,

à la condition que, si le titre restreint n'a pas antérieurement fait l'objet d'une négociation sur un marché, le prix ne dépasse également pas le cours de la dernière transaction visant le titre exécutée sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada qui diffuse publiquement les détails des transactions exécutées sur ce marché, à l'exception d'une transaction dont le courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'elle a été saisie par ou pour une personne qui est un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions;

b) un titre restreint qui est un des titres suivants :

- (i) un titre très liquide,
 - (ii) une part d'un fonds négocié en bourse,
 - (iii) un titre relié à un titre dont il est question aux sous-alinéas (i) ou (ii);
- c) une offre d'achat ou un achat par un courtier soumis à des restrictions pour le compte d'un client, à l'exception d'un client dont le courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'il est un émetteur soumis à des restrictions, à la condition que l'une des conditions suivantes soit respectée :
 - (i) l'ordre client n'a pas été sollicité par le courtier soumis à des restrictions,
 - (ii) si l'ordre client a été sollicité, la sollicitation par le courtier soumis à des restrictions s'est produite avant le début de la période de restrictions;
- d) la levée d'une option ou l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription ou le fait de se prévaloir d'une entente contractuelle semblable, dont le courtier soumis à des restrictions est titulaire ou laquelle entente contractuelle a été conclue par lui avant le début de la période de restrictions;
- e) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint est effectué aux termes d'un programme de vente ou d'achat par le propriétaire de petits lots d'actions conformément à la Norme canadienne 32-101 ou des règles semblables qui s'appliquent à tout marché sur lequel l'offre d'achat ou l'achat est saisi ou exécuté;
- f) la sollicitation du dépôt de titres en réponse à une offre publique d'achat en bourse ou à une offre publique de rachat;
- g) la souscription ou l'achat d'un titre offert aux termes d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- h) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint en vue de compenser une position à découvert prise avant le début de la période de restrictions;
- i) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint fait exclusivement dans le but de rééquilibrer un portefeuille dont la composition est fondée sur un indice selon ce qui est désigné par l'autorité de contrôle du marché, afin de

tenir compte d'un rajustement effectué à la composition de l'indice;

- j) un achat qui constitue, ou une offre d'achat qui, une fois exécutée, constituerait :
 - (i) une transaction multiple,
 - (ii) une transaction déclenchée par ordinateur;
- k) une offre d'achat d'un titre restreint pour un compte d'arbitrage et le courtier soumis à des restrictions sait ou a des motifs raisonnables de croire qu'une offre d'achat lui permettant de compenser l'achat est alors disponible et il a l'intention d'accepter cette offre d'achat immédiatement.

(5) **Dispenses à l'interdiction d'agir pour le compte d'un émetteur soumis à des restrictions** – L'alinéa (2) ne s'applique pas à un courtier soumis à des restrictions dans le cadre de ce qui suit :

- a) la levée par un émetteur soumis à des restrictions d'une option, son exercice d'un droit ou d'un bon de souscription ou le fait pour lui de se prévaloir d'une entente contractuelle semblable si l'émetteur soumis à des restrictions en est titulaire ou si cette entente contractuelle est conclue par lui avant le début de la période de restrictions;
- b) une offre d'achat ou un achat par un émetteur soumis à des restrictions d'un titre restreint aux termes d'un programme de vente ou d'achat par les propriétaires de petites lots d'actions conformément à la Norme canadienne 32-101 ou des règles semblables qui s'appliquent à tout marché sur lequel l'offre d'achat ou l'achat est saisi ou exécuté;
- c) une offre publique de rachat dont il est question aux alinéas 93(3)a) à d) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) ou dans des dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable si l'émetteur n'a pas sollicité la vente des titres qui ont été vendus aux termes de ces dispositions;
- d) la sollicitation du dépôt de titres en réponse à une offre publique d'achat en bourse ou à une offre publique de rachat;
- e) la souscription ou l'achat d'un titre offert aux termes d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint.

(6) Compilations et recherche sectorielle

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions peut, s'il lui est permis de le faire aux termes de la législation en valeurs mobilières applicable, publier ou diffuser tout renseignement, tout avis ou toute recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint, si ce renseignement, cet avis ou cette recommandation est contenu dans une publication qui est distribuée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions et l'une des conditions suivantes est respectée :

- a) le titre restreint est un titre très liquide;
- b) la publication
 - (i) réserve un traitement du sujet semblable aux renseignements, aux avis ou aux recommandations à l'égard d'un nombre considérable d'émetteurs au sein du même secteur que l'émetteur ou elle renferme une liste exhaustive de titres actuellement recommandés par le courtier soumis à des restrictions;
 - (ii) ne réserve aucun espace ni aucune prédominance sensiblement plus importants aux renseignements, aux avis ou aux recommandations se rapportant au titre restreint ou à l'émetteur du titre restreint que ce qui est accordé aux autres titres ou émetteurs.

(7) Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions à qui incombent des obligations du teneur de marché à l'égard d'un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché :

- a) avec l'approbation préalable d'un responsable de l'intégrité du marché, saisir une offre d'achat de sorte à ce que le cours d'ouverture calculé d'un titre restreint corresponde à un niveau plus raisonnable;
- b) faire l'acquisition d'un titre restreint aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent;
- c) faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint :
 - (i) qui se négocie sur un autre marché aux fins d'égaliser une offre d'achat assortie d'un cours plus élevé affichée sur cet autre marché,

- (ii) qui, par conversion, échange ou exercice d'un droit, donne droit à un autre titre coté en bourse dans le but de maintenir un ratio de conversion, d'échange ou d'exercice convenable,
- (iii) dans le but de compenser une position à découvert résultant de ventes effectuées en vertu des obligations du teneur de marché qui lui incombent.

(8) Opérations du teneur de marché des instruments dérivés

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions qui est un teneur de marché des instruments dérivés responsable d'un titre dérivé dont le titre sous-jacent est un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché des instruments dérivés, faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint si les conditions suivantes sont réunies :

- a) le titre restreint est le titre sous-jacent de l'option dont il est le spécialiste;
- b) aucun autre instrument dérivé n'offre une couverture convenable;
- c) l'offre d'achat ou l'achat :
 - (i) a pour objectif de couvrir une position antérieure sur des options,
 - (ii) coïncide plus ou moins avec la négociation de l'option,
 - (iii) est conforme aux pratiques habituelles de tenue de marché.

(9) Application des dispenses à un courtier soumis à des restrictions et à un émetteur soumis à des restrictions

Lorsqu'un courtier soumis à des restrictions est également émetteur soumis à des restrictions, le courtier soumis à des restrictions continue à pouvoir se prévaloir des dispenses prévues aux alinéas (4), (6), (7) et (8).

6. La règle 7.8 est supprimée.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 1.1 :

Politique 1.1 - Définitions

Article 1 – Définition de *titre relié*

La définition d'un *titre relié* comprend, entre autres, un titre de l'émetteur du titre offert ou d'un autre émetteur qui, selon les modalités du titre offert, peut « avoir une incidence importante » sur la valeur du titre offert. L'autorité de contrôle du marché est d'avis qu'en l'absence d'autres facteurs atténuants, un titre relié « a une incidence importante » sur la valeur du titre offert si, en tout ou en partie, il compte pour plus de 25 % de la valeur du titre offert.

Article 2 – Définition de *fonds négocié en bourse*

La définition de *fonds négocié en bourse* vise, en partie, un fonds commun de placement désigné par l'autorité de contrôle du marché comme fonds négocié en bourse aux fins de la règle. À titre de ligne directrice, un fonds négocié en bourse peut être désigné par l'autorité de contrôle du marché lorsqu'il est établi qu'il serait difficile de manipuler le cours des parts du fonds commun de placement.

Il serait de l'intention de l'autorité de contrôle du marché que la désignation d'un tel titre s'effectue après consultation avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou une autre autorité en valeurs mobilières compétente. L'acceptation de la désignation par les autorités en valeurs mobilières applicables constituerait une condition préalable à toute désignation d'un titre en tant que *fonds négocié en bourse*. D'autres facteurs dont tiendrait compte l'autorité de contrôle du marché sont les suivants :

- la liquidité ou le flottant public du titre (ou des titres sous-jacents qui composent le portefeuille du fonds commun de placement);
- la question à savoir si les parts sont rachetables en tout temps contre un « panier » des titres sous-jacents en plus d'espèces;
- la question à savoir si un « panier » de titres sous-jacents peut être échangé en tout temps contre des parts du fonds;

- la question à savoir si le fonds est calqué sur un indice reconnu sur lequel des renseignements sont diffusés au public et généralement disponibles par l'entremise de la presse financière;
- la question à savoir si les instruments dérivés fondés sur les parts du fonds, l'indice sous-jacent ou les titres sous-jacents sont inscrits à la cote d'un marché.

Aucun de ces cinq facteurs supplémentaires n'est déterminant en soi et la qualité de chaque titre est évaluée individuellement au fond avant qu'une demande ne soit faite à l'autorité en valeurs mobilières compétente de donner son aval à la désignation.

2. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 1.2 :

Politique 1.2 - Interprétation

Article 1 – Sens d'« agissant conjointement ou de concert »

Les définitions d'un *courtier soumis à des restrictions* et d'un *émetteur soumis à des restrictions* visent, entre autres, une personne agissant conjointement ou de concert avec une personne qui est également un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions, selon le cas, à l'égard d'une opération déterminée. Aux fins de ces définitions, l'expression « agissant conjointement ou de concert » a un sens semblable à la phrase telle que définie à l'article 91 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) ou des dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable, avec les modifications de circonstance. Dans le contexte de ces définitions uniquement, la question à savoir si une personne agit conjointement ou de concert avec un courtier ou un émetteur soumis à des restrictions est une question de faits et, sans limiter la généralité de ce qui précède, toute personne qui, en conséquence d'une convention, d'un engagement ou d'une entente, officiel ou non, conclue ou contracté avec un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions, fait une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint sera réputée agir conjointement ou de concert avec ce courtier ou cet émetteur soumis à des restrictions.

Article 2 – Sens de « le processus de vente a pris fin »

La définition de l'expression *période de restrictions*, pour ce qui est d'un placement par voie de prospectus et d'un *placement privé restreint*, précise que la fin de la période a lieu à la date où le processus de vente a pris fin et où toutes les ententes de stabilisation se rapportant au titre placé ont pris fin. Le sous-alinéa 1.2(6)a) des règles donne une interprétation quant au moment où il est jugé que le processus de vente a pris fin. En guise de précisions supplémentaires, il est réputé que le processus de vente a pris fin dans le cadre d'un placement par voie de prospectus lorsque le visa à l'égard du prospectus a été délivré, que le participant a placé tous les titres qui lui ont été répartis et ne se livre plus à des activités de stabilisation, que tous les efforts de vente ont cessé et que le syndicat a été dissous. Les efforts de vente ont cessé lorsque le participant ne déploie plus aucun effort de vente et qu'il n'y a aucune intention de lever une option pour répartitions excédentaires sauf dans le but de couvrir la position à découvert du syndicat. Si le participant ou le syndicat lève ultérieurement une option pour répartitions excédentaires dans une mesure qui dépasse la position à découvert du syndicat, il serait jugé que les efforts de vente n'ont pas cessé. Les titres répartis au participant qui sont détenus dans son compte de stocks et qui y sont transférés à la fin du placement seraient jugés avoir été placés. Les ventes subséquentes de ces titres constituent des opérations sur le marché secondaire et devraient être réalisées sur un marché sous réserve de toute dispense dont il est possible de se prévaloir (sauf si l'opération de vente ultérieure constitue un placement par voie de prospectus). Afin de garantir un certain degré de certitude au sujet du moment où un placement a pris fin, des mesures convenables devraient être prises en vue de déplacer les titres du compte de syndication au compte de stocks du participant.

3. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 7.7 :

Politique 7.7 – Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres

Article 1 – Activité manipulatrice ou trompeuse

La règle 2.2 contient des dispositions qui interdisent des activités manipulatrices ou trompeuses, dont des activités qui peuvent créer des cours trompeurs ou des activités de négociation qui sont préjudiciables aux épargnants et à l'intégrité des marchés. La règle 7.7 interdit, de façon générale, les achats ou les offres d'achat visant des titres restreints dans des circonstances où il existe une préoccupation accrue à l'égard de la possibilité de manipulation de la part des personnes qui ont un intérêt dans l'issue du placement ou de l'opération. La règle 7.7 prévoit également certaines dispenses visant à permettre des achats et des

offres d'achat dans des circonstances où il n'existe aucune, voire une très faible, possibilité de manipulation. Toutefois, l'autorité de contrôle du marché est d'avis que, nonobstant le fait que certaines activités de négociation sont autorisées en vertu de la règle 7.7, ces activités continuent d'être assujetties aux dispositions générales se rapportant aux activités manipulatrices ou trompeuses énoncées à la règle 2.2 ainsi qu'aux dispositions sur la manipulation et la fraude contenues dans la législation en valeurs mobilières applicable, de sorte que toutes activités menées conformément à la règle 7.7 doivent néanmoins respecter l'esprit des dispositions générales anti-manipulation.

Article 2 – Stabilisation du marché et compensation du marché

Le sous-alinéa 7.7(4)a) des règles accorde à un courtier soumis à des restrictions une dispense des interdictions énoncées à l'alinéa (1) dans le cadre d'activités de stabilisation du marché et de compensation du marché, sous réserve de certaines restrictions quant au cours. Les activités de stabilisation du marché et de compensation du marché devraient être menées dans le but de préserver un marché équitable et ordonné à l'égard du titre offert en réduisant la volatilité du cours ou en redressant des déséquilibres quant à l'intérêt manifesté relativement à l'achat ou à la vente du titre restreint.

L'autorité de contrôle du marché juge qu'il ne convient pas qu'un courtier se livre à des activités de stabilisation du marché dans des circonstances où il sait ou serait raisonnablement censé savoir que le cours n'est pas équitablement et convenablement établi par l'offre et la demande. Cette situation pourrait se présenter lorsque, par exemple, le courtier a connaissance du fait que le cours résulte d'une activité irrégulière de la part d'un participant au marché ou de l'existence de documents importants non rendus publics concernant l'émetteur.

Des activités de compensation du marché devraient contribuer à l'établissement d'un marché équitable et ordonné en contribuant à la continuité et à la profondeur des cours et en minimisant l'écart entre l'offre et la demande. La compensation du marché ne cherche pas à prévenir ou à retarder indûment l'évolution des cours, mais simplement à prévenir des changements aberrants ou désordonnés des cours.

Article 3 – Dispense relative aux positions à découvert

Le sous-alinéa 7.7(4)h) des règles prévoit une dispense des interdictions énoncées à l'alinéa (1) à l'égard d'un courtier soumis à des restrictions dans le cadre d'une offre d'achat ou d'un achat en vue de compenser une position à découvert, à la condition que celle-ci ait été prise avant le début de la période de restrictions. Les positions à découvert prises

pendant la période de restrictions peuvent être compensées par des achats effectués en se fondant sur la dispense relative à la stabilisation du marché énoncée au sous-alinéa 7.7(4)a) des règles, sous réserve des restrictions quant aux cours énoncés dans cette dispense. (Voir « Article 5 – Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché » pour une discussion de la faculté qu'ont les personnes à qui incombent des obligations du teneur de marché de compenser des positions à découvert survenant au cours de la période de restrictions en vertu des obligations du teneur de marché qui leur incombent.)

Article 4 – Recherche

L'autorité de contrôle du marché est d'avis que, même si les l'articles 4.1 et 4.2 de la Règle 48-501 de la CVMO permettent aux courtiers soumis à des restrictions de diffuser des rapports de recherche, cette diffusion demeure assujettie aux restrictions habituelles qui s'appliquent à un courtier soumis à des restrictions qui est en possession de renseignements importants concernant l'émetteur qui n'ont pas fait l'objet d'une diffusion générale.

L'alinéa 7.7(6) des règles prévoit les cas où un courtier soumis à des restrictions peut publier ou diffuser des renseignements, un avis ou une recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint. La règle exige que les renseignements, l'avis ou la recommandation soient contenus dans une publication qui est distribuée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions. L'autorité de contrôle du marché considère que la question à savoir si une publication était diffusée « avec régularité raisonnable » ainsi que la question à savoir si la diffusion a eu lieu dans le « cours normal des activités » constituent des questions de faits. Une publication de recherche ne serait vraisemblablement pas jugée avoir été publiée avec régularité raisonnable si elle n'a pas été publiée dans la période de douze mois antérieure ou s'il n'y avait aucun rapport portant sur l'émetteur dans la période de douze mois antérieure. La nature et l'ampleur des renseignements publiés devraient également coïncider avec les publications antérieures et le courtier ne devrait pas entreprendre de nouvelles initiatives dans le contexte du placement. Par exemple, l'inclusion de prévisions du bénéfice et des produits d'exploitation des émetteurs ne serait vraisemblablement autorisée que si elles avaient été incluses antérieurement de façon régulière. L'autorité de contrôle du marché peut prendre en considération les canaux de distribution en vue de la diffusion de la publication lorsqu'elle est appelée à décider si une publication était « dans le cours normal des activités ». La recherche devrait être diffusée par les canaux de distribution habituels de recherche du courtier soumis à des restrictions et ne devrait pas, dans

le cadre d'un effort de commercialisation, cibler expressément les épargnants éventuels dans le cadre du placement ou être diffusée expressément à leur intention. Toutefois, la recherche peut être diffusée à un épargnant éventuel si celui-ci figurait antérieurement sur la liste d'expédition de la publication de recherche.

Le sous-alinéa 7.7(6)b) des règles exige que les renseignements, l'avis ou la recommandation fassent l'objet d'un traitement du sujet semblable à celui réservé aux renseignements, aux avis ou aux recommandations à l'égard d'un nombre considérable d'émetteurs au sein du même secteur que l'émetteur. Dans ce contexte, l'on devrait se rapporter au secteur pertinent pour décider de ce qui constitue un « nombre considérable d'émetteurs ». En règle générale, l'autorité de contrôle du marché juge qu'un minimum de six émetteurs constituerait un nombre suffisant. Toutefois, lorsqu'il existe moins de six émetteurs au sein d'un secteur, tous les émetteurs devraient être inclus dans le rapport de recherche et, à tout le moins, le nombre d'émetteurs ne devrait pas être inférieur à trois.

Article 5 – Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché

Aux termes du sous-alinéa 7.7(7)b), un courtier soumis à des restrictions à qui incombent des obligations du teneur de marché à l'égard d'un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché, faire l'achat d'un titre restreint aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent. Tous les achats d'un titre restreint par un teneur de marché ne seront pas considérés effectués aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent. Par exemple, si un système de tenue de marché d'un marché donné autorise un teneur de marché à prendre part volontairement à des transactions, cette participation peut uniquement donner lieu à des achats qui respectent l'un des critères suivants :

- ils sont effectués selon un cours autorisé par le sous-alinéa 7.7(4)a) des règles;
- ils visent à compenser une position à découvert résultant de ventes effectuées en vertu des obligations du teneur de marché qui lui incombent.

Le fait d'avoir recours à la possibilité de participation volontaire dans d'autres cas peut entraîner un non-respect, de la part du teneur de marché, des interdictions ou restrictions à la négociation en vertu de la règle 7.7.

Les *obligations du teneur de marché* sont définies comme les obligations qu'imposent les règles d'un marché ou d'un SCDO à un membre, à un utilisateur ou à un employé d'un membre ou d'un utilisateur pour assurer :

- l'existence continue ou raisonnablement continue d'un marché bilatéral pour un titre donné;
- l'exécution des ordres visant l'achat ou la vente d'un nombre d'unités d'un titre donné qui est inférieur au nombre minimum fixé par le marché.

Annexe « B »

Règles universelles d'intégrité du marché

MODIFICATIONS CONCERNANT LA NÉGOCIATION PENDANT LE DÉROULEMENT DE CERTAINES OPÉRATIONS SUR TITRES, SOULIGNÉES AFIN D'INDIQUER LES MODIFICATIONS PAR RAPPORT À LA PROPOSITION RÉVISÉE CONTENUE DANS L'AVIS RELATIF À L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ 2004-024

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont, par les présentes, modifiées de la façon suivante :

3. La règle 1.1 est modifiée par la suppression de la définition de *personne soumise à des restrictions*.
4. La règle 1.1 est modifiée par la suppression de la définition de *titre offert* et son remplacement par la définition suivante :

titre offert s'entend de tout titre de la catégorie d'un titre qui est, ou qui, au moment de son émission, sera, un titre coté en bourse ou un titre inscrit et qui revêt l'une des caractéristiques suivantes :

- a) il est ~~un titre coté en bourse ou un titre inscrit de la catégorie et qui est~~ offert aux termes d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- b) il est offert par un initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat en bourse à l'égard de laquelle une note d'information relative à une offre publique d'achat ou un document semblable doit être déposé en vertu de la ~~loi sur les~~ législation en valeurs mobilières;
- c) il est offert par un émetteur dans le cadre d'une offre publique de rachat à l'égard de laquelle une note d'information relative à une offre publique de rachat ou un document semblable doit être déposé en vertu de la ~~loi sur les~~ législation en valeurs mobilières;
- d) il serait susceptible d'être émis à un porteur de titres aux termes d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable à l'égard de laquelle des procurations sont sollicitées auprès de porteurs de titres qui recevront le titre offert dans des circonstances telles que l'émission constituerait un placement dispensé des exigences de prospectus conformément à la ~~loi sur les~~ législation en valeurs mobilières applicable.

Toutefois, il est prévu que, si le titre dont il est question aux alinéas a) à d) est une part assortie de plusieurs types ou catégories, chaque titre constituant la part est considéré un *titre offert*.

3. La règle 1.1 est modifiée par l'ajout des définitions suivantes :

~~appel public à l'épargne s'entend du placement d'un titre aux termes de ce qui suit :~~

~~b) un prospectus;~~

~~c) un placement privé.~~

courtier soumis à des restrictions s'entend, à l'égard d'un titre ~~restreint~~ offert donné :

a) d'un participant respectant l'un des critères suivants :

(i) il ~~a été nommé par un émetteur pour faire fonction de~~ est un preneur ferme, au sens de la législation en valeurs mobilières applicable, agissant dans le cadre d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint,

(ii) il prend part, en qualité de mandataire mais non de preneur ferme, à un ~~appel public à l'épargne~~ placement privé restreint ~~visant des de~~ titres et

A) le nombre de titres devant être émis aux termes du placement privé restreint ~~qui~~ compteraient pour plus de 10 % des titres offerts émis et en circulation,

B) le participant s'est vu répartir, ou a par ailleurs le droit de vendre, plus de 25 % des titres devant être émis aux termes du placement privé restreint,

(iii) il a été nommé par un initiateur pour faire fonction de courtier gérant, de gérant, de démarcheur ou de conseiller dans le cadre d'une offre publique d'achat en bourse ou d'une offre publique de rachat,

(iv) il a été nommé par un émetteur pour faire fonction de démarcheur ou de conseiller à l'égard de l'obtention de l'approbation des porteurs de titres relativement à une fusion, un arrangement, une restructuration du capital ou une opération similaire qui se solderait par une émission de titres qui constituerait un placement dispensé des

exigences de prospectus conformément ~~aux lois sur les~~ à la législation en valeurs mobilières applicables.

Dans chaque cas, conseiller s'entend d'un conseiller dont la rémunération dépend de l'issue de l'opération;

- b) d'une entité liée au participant dont il est question à l'alinéa a) mais ne comprend pas une telle entité liée, ou un service ou une division distincts du participant, si les conditions suivantes sont respectées :
 - (i) le participant adopte et applique des politiques et procédures écrites conformément à la règle 7.1 qui sont raisonnablement conçues afin de prévenir la fuite de renseignements de la part du participant concernant le titre offert et l'opération connexe,
 - (ii) le participant ne possède pas de dirigeants ou d'employés qui sollicitent des ordres clients ou recommandent des opérations sur titres de concert avec l'entité liée, le service ou la division,
 - (iii) l'entité liée, le service ou la division, au cours de la période de restrictions, ne se livre pas à l'une des activités suivantes à l'égard du titre restreint :
 - A) agir en qualité de teneur de marché (sauf conformément aux obligations du teneur de marché),
 - B) solliciter des ordres clients,
 - C) saisir des ordres propres ou se livrer par ailleurs à l'exécution pour compte propre;
- c) d'un associé, d'un administrateur, d'un dirigeant ou d'une personne qui occupe un poste semblable ou qui exerce des fonctions semblables du participant dont il est question à l'alinéa a) ou d'une entité liée au participant dont il est question à l'alinéa b);
- d) de toute personne agissant conjointement ou de concert avec une personne dont il est question aux alinéas a), b) ou c) à l'égard d'une opération déterminée.

dernier cours vendeur indépendant s'entend du dernier cours vendeur d'une transaction, à l'exception d'une transaction dont un courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'elle a été exécutée par ou pour une personne qui est un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions.

émetteur soumis à des restrictions s'entend, à l'égard d'un titre ~~restreint offert~~ donné, de l'une des personnes suivantes :

- a) l'émetteur du titre offert;
- b) un porteur de titres qui vend le titre offert dans le cadre d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- c) une entité du même groupe que l'émetteur, une entité ayant un lien avec celui-ci ou un initié de l'émetteur du titre offert ou du porteur de titres qui le vend selon ce qui est établi conformément aux dispositions de la ~~loi sur les~~ léislation en valeurs mobilières applicable mais ne comprend pas une personne qui est un initié d'un émetteur en vertu de l'alinéa c) de la définition d'« initié » aux termes de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario) et des dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable si cette personne respecte les deux conditions suivantes :
 - (i) elle n'a pas, et n'a pas eu au cours des douze mois précédents, de représentation au sein du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur ou du porteur de titres qui vend le titre offert;
 - (ii) elle n'a pas connaissance de renseignements importants concernant l'émetteur ou ses titres qui n'ont pas fait l'objet d'une diffusion générale;
- d) une personne agissant conjointement ou de concert avec une personne dont il est question aux alinéas a), b) ou c) à l'égard d'une opération déterminée.

~~meilleur cours acheteur indépendant s'entend du meilleur cours acheteur, autre qu'une offre d'achat dont un courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'elle a été saisie par ou pour une personne qui est un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions.~~

période de restrictions s'entend, relativement à un courtier soumis à des restrictions ou à un émetteur soumis à des restrictions, de la période suivante :

- a) dans le cadre d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint ~~visant de~~ tout titre offert, la période qui commence deux jours de bourse avant le jour de l'établissement du prix d'offre du titre offert et se terminant

à la date où le processus de vente et toutes les ententes de stabilisation se rapportant au titre offert ont pris fin, à la condition que, si la personne est un courtier soumis à des restrictions, la période débute à la date à laquelle le participant conclut une convention ou parvient à une entente en vue de prendre part à un appel public à l'épargne placement par voie de prospectus ou à un placement privé restreint ~~visant des de~~ titres, que les modalités et conditions de cette participation aient été convenues ou non, si cette date est postérieure;

- b) relativement à une offre publique d'achat en bourse ou une offre publique de rachat, à compter de la date de diffusion de la note d'information relative à l'offre publique d'achat en bourse ou à l'offre publique de rachat ou de la date de diffusion de tout document semblable et se terminant à l'expiration de la période au cours de laquelle les titres peuvent être déposés en réponse à cette offre, y compris toute prolongation de celle-ci, ou au retrait de l'offre;
- c) relativement à une fusion, un arrangement, une restructuration du capital ou une opération semblable, à compter de la date de diffusion de la circulaire de sollicitation de procurations relative à cette opération et se terminant à la date de l'approbation de l'opération par les porteurs de titres qui recevront le titre offert ou à la résiliation de l'opération par l'émetteur ou les émetteurs.

placement privé restreint s'entend d'un placement de titres offerts effectué aux termes de l'alinéa 72(1)b) de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario) ou du paragraphe 2.3 de la Règle 45-501 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario intitulée Exempt Distributions ou de dispositions semblables de la législation en valeurs mobilières applicable.

titre de participation s'entend d'un titre d'un émetteur qui comporte un droit résiduel de participer au bénéfice de l'émetteur et, à la liquidation ou à la dissolution de l'émetteur, au partage de ses biens.

titre relié s'entend, à l'égard d'un titre offert :

- a) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit auquel le titre offert donne immédiatement droit par conversion, échange ou exercice d'un droit, sauf si le prix de conversion, d'échange ou d'exercice est supérieur à 110 % du meilleur cours vendeur du titre inscrit ou du titre coté en bourse au début de la période de restrictions;

- b) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit de l'émetteur du titre offert ou d'un autre émetteur qui, selon les modalités du titre offert, peut avoir une incidence importante sur la valeur du titre offert;
- c) d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui serait émis à l'exercice du bon de souscription spécial, si le titre offert est un bon de souscription spécial;
- d) de tout autre titre de participation de l'émetteur qui est un titre coté en bourse ou un titre inscrit, si le titre offert est un titre de participation.

titre restreint s'entend :

- a) du titre offert,
- b) de tout titre relié.

titre très liquide s'entend d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui :

- a) soit a été négocié, globalement, sur un ou plusieurs marchés selon ce qui est publié dans un affichage consolidé du marché au cours d'une période de 60 jours se terminant au moins 10 jours avant le début de la période de restrictions :
 - (i) une moyenne d'au moins 100 fois par jour de bourse,
 - (ii) et est assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse;
- b) est assujetti au règlement dit Regulation M aux termes de la Loi de 1934 et est considéré un « titre négocié activement » au sens de *actively-traded security* aux termes de celui-ci.

transaction multiple s'entend de l'achat simultané d'au moins 10 titres cotés en bourse ou titres inscrits à la condition qu'un titre restreint ne compte pas pour plus de 20 % de la valeur globale de l'opération.

4. La règle 1.2 est modifiée par l'ajout des paragraphes suivants :

- (6) Aux fins de la définition de *période de restrictions* :
 - a) le processus de vente est réputé avoir pris fin si les conditions suivantes sont réunies :
 - (i) dans le cas d'un placement ~~aux termes d'un~~ par voie de prospectus, si le visa du prospectus définitif a été délivré par l'autorité en valeurs mobilières

compétente et le participant a réparti sa tranche intégrale des titres qui doivent être placés aux termes du prospectus et tous les efforts de vente ont cessé~~et a remis à chaque souscripteur un exemplaire du prospectus selon ce qui est exigé par la loi sur les valeurs mobilières applicable,~~

- (ii) dans le cas d'un placement privé restreint, le participant a réparti sa tranche intégrale des titres qui doivent être placés aux termes du placement ~~et a remis à chaque souscripteur un exemplaire de tous les documents de placement qui doivent être fournis aux souscripteurs dans le cadre de ce placement;~~

- b) les ententes de stabilisation sont réputées avoir pris fin dans le cas d'un syndicat de prise ferme ou de mandataires lorsque, conformément à la convention de syndication, le chef de file ou le mandataire établit que la convention de syndication a été résiliée de sorte que tout achat ou vente d'un titre restreint par un participant après la date de résiliation n'est pas assujéti aux ententes de stabilisation ou par ailleurs effectué conjointement pour les participants qui étaient parties aux ententes de stabilisation.

- (7) S'il s'agit d'indiquer un rapport avec une entité, l'expression *entité ayant un lien* a le sens attribué à l'expression *liens* ou *personne qui a un lien* dans la ~~loi sur les~~ léislation en valeurs mobilières applicable et comprend toute personne dont une entité est propriétaire véritable de titres comportant droit de vote lui assurant plus de 10 pour cent des droits de vote rattachés à l'ensemble des titres comportant droit de vote en circulation de la personne.

5. La règle 7.7 est supprimée et est remplacée par le texte suivant :

Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres

- (1) **Interdictions** - Sauf selon ce qui est autorisé, un courtier soumis à des restrictions ne doit pas, en tout temps au cours d'une période de restrictions :
 - a) offrir d'acheter ou acheter un titre restreint :

- (i) soit pour le compte d'un courtier soumis à des restrictions;
 - (ii) soit pour un compte sur lequel un courtier soumis à des restrictions exerce une emprise ou un contrôle;
 - b) tenter de persuader une personne de faire l'acquisition d'un titre restreint, ou faire en sorte qu'elle le fasse.
- (2) **Interdiction d'agir pour le compte d'émetteurs soumis à des restrictions** – Sauf selon ce qui est autorisé, si un courtier soumis à des restrictions sait ou est raisonnablement censé savoir qu'une personne est un émetteur soumis à des restrictions, il ne doit pas, en tout temps au cours de la période de restrictions qui s'applique à un émetteur soumis à des restrictions déterminé, offrir d'acheter ou acheter un titre restreint pour le compte de cet émetteur soumis à des restrictions ou un compte sur lequel cet émetteur soumis à des restrictions exerce une emprise ou un contrôle.
- (3) **Reprise réputée d'une période de restrictions** - Si un participant nommé pour faire fonction de preneur ferme dans le cadre d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint reçoit un ou plusieurs avis de l'exercice de droits de résolution de la part d'acheteurs comptant, au total, pour au moins 5 % des titres offerts répartis au participant ou acquis par celui-ci dans le cadre ~~appel public à l'épargne~~ du placement par voie de prospectus ou du placement privé restreint, la période de restrictions est réputée avoir débuté sur réception de cet avis ou de ces avis et est réputée avoir pris fin au moment où le participant a placé sa participation, y compris les titres qui faisaient l'objet de l'avis ou des avis de l'exercice de droits de résolution.
- (4) **Dispenses** – L'alinéa (1) ne s'applique pas à un courtier soumis à des restrictions dans le cadre des activités suivantes :
- a) des activités de stabilisation ou de compensation du marché dans le cadre desquelles l'offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint vise à préserver un marché équitable et ordonné à l'égard du titre offert en réduisant la volatilité du cours ou en redressant des déséquilibres quant à l'intérêt manifesté relativement à l'achat ou la vente du titre restreint, à la condition que l'offre d'achat ou l'achat soit effectué à un prix qui ne dépasse pas le moindre des deux montants suivants :

- (i) relativement à un titre offert :
 - A) soit le prix auquel le titre offert sera émis dans le cadre d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint, si ce prix a été établi, ~~sinon, le dernier cours vendeur indépendant,~~
 - a. soit le ~~meilleur~~ meilleur ~~dernier~~ dernier cours ~~acheteur~~ acheteur ~~vendeur~~ vendeur indépendant au moment de ~~l'offre d'achat ou de l'achat~~ la saisie sur un marché de l'ordre d'achat,

- (ii) relativement à un titre relié :
 - i. soit le ~~meilleur~~ meilleur ~~dernier~~ dernier cours ~~acheteur~~ acheteur ~~vendeur~~ vendeur indépendant au début de la période de restrictions,
 - ii. soit le ~~meilleur~~ meilleur ~~dernier~~ dernier cours ~~acheteur~~ acheteur ~~vendeur~~ vendeur indépendant au moment de ~~l'offre d'achat ou de l'achat~~ la saisie sur un marché de l'ordre d'achat,

à la condition que, ~~toutes les conditions suivantes soient réunies :~~

~~(iii) — si le courtier soumis à des restrictions saisit l'offre d'achat avant le début des négociations un jour de bourse donné, le prix ne dépasse également pas le dernier cours vendeur du titre restreint le jour de bourse précédent,~~

~~(iv) — si le titre restreint n'a pas antérieurement fait l'objet d'une négociation sur un marché, le prix ne dépasse également pas le cours de la dernière transaction visant le titre exécutée sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada qui diffuse publiquement les détails des transactions exécutées sur ce marché, à l'exception d'une transaction dont le courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'elle a été saisie par ou pour une personne qui est un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions;~~

b) un titre restreint qui est un des titres suivants :

- (i) un titre très liquide,

- (ii) une part d'un fonds négocié en bourse,
 - (iii) un titre relié à un titre dont il est question aux sous-alinéas (i) ou (ii);
- c) une offre d'achat ou un achat par un courtier soumis à des restrictions pour le compte d'un client, à l'exception d'un client dont le courtier soumis à des restrictions sait ou serait raisonnablement censé savoir qu'il est un émetteur soumis à des restrictions, à la condition que l'une des conditions suivantes soit respectée :
 - (i) l'ordre client n'a pas été sollicité par le courtier soumis à des restrictions,
 - (ii) si l'ordre client a été sollicité, la sollicitation par le courtier soumis à des restrictions s'est produite avant le début de la période de restrictions;
- d) la levée d'une option ou l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription ou le fait de se prévaloir d'une entente contractuelle semblable, dont le courtier soumis à des restrictions est titulaire ou laquelle entente contractuelle a été conclue par lui avant le début de la période de restrictions;
- e) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint est effectué aux termes d'un programme de vente ou d'achat par le propriétaire de petits lots d'actions conformément à la Norme canadienne 32-101 ou des règles semblables qui s'appliquent à tout marché sur lequel l'offre d'achat ou l'achat est saisi ou exécuté;
- f) la sollicitation du dépôt de titres en réponse à une offre publique d'achat en bourse ou à une offre publique de rachat;
- g) la souscription ou l'achat d'un titre offert aux termes d'un appel public à l'épargne placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint;
- h) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint en vue de compenser une position à découvert prise avant le début de la période de restrictions;
- i) une offre d'achat ou un achat d'un titre restreint fait exclusivement dans le but de rééquilibrer un portefeuille dont la composition est fondée sur un indice selon ce qui est désigné par l'autorité de contrôle du marché, afin de tenir compte d'un rajustement effectué à la composition de l'indice;

- j) un achat qui constitue, ou une offre d'achat qui, une fois exécutée, constituerait :
 - (i) une transaction multiple,
 - (ii) une transaction déclenchée par ordinateur;
 - k) une offre d'achat d'un titre restreint pour un compte d'arbitrage et le courtier soumis à des restrictions sait ou a des motifs raisonnables de croire qu'une offre d'achat lui permettant de compenser l'achat est alors disponible et il a l'intention d'accepter cette offre d'achat immédiatement.
- (5) **Dispenses à l'interdiction d'agir pour le compte d'un émetteur soumis à des restrictions** – L'alinéa (2) ne s'applique pas à un courtier soumis à des restrictions dans le cadre de ce qui suit :
- a) la levée par un émetteur soumis à des restrictions d'une option, son exercice d'un droit ou d'un bon de souscription ou le fait pour lui de se prévaloir d'une entente contractuelle semblable si l'émetteur soumis à des restrictions en est titulaire ou si cette entente contractuelle est conclue par lui avant le début de la période de restrictions;
 - b) une offre d'achat ou un achat par un émetteur soumis à des restrictions d'un titre restreint aux termes d'un programme de vente ou d'achat par les propriétaires de petites lots d'actions conformément à la Norme canadienne 32-101 ou des règles semblables qui s'appliquent à tout marché sur lequel l'offre d'achat ou l'achat est saisi ou exécuté;
 - c) une offre publique de rachat dont il est question aux alinéas 93(3)a) à d) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) ou dans des dispositions semblables de la ~~loi sur les~~ législation en valeurs mobilières applicable si l'émetteur n'a pas sollicité la vente des titres qui ont été vendus aux termes de ces dispositions;
 - d) la sollicitation du dépôt de titres en réponse à une offre publique d'achat en bourse ou à une offre publique de rachat;
 - e) la souscription ou l'achat d'un titre offert aux termes d'un ~~appel public à l'épargne~~ placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint.

(6) Compilations et recherche sectorielle

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions peut, s'il lui est permis de le faire ~~conformément à~~ aux termes de la loi sur les législations en valeurs mobilières applicable, publier ou diffuser tout renseignement, tout avis ou toute recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint, ~~à la condition que si~~ ce renseignement, cet avis ou cette recommandation :

- b) ~~soit est~~ contenu dans une publication qui ~~est dotée des caractéristiques suivantes : elle~~ est distribuée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions; et l'une des conditions suivantes est respectée :

a) le titre restreint est un titre très liquide;

b) la publication

- (i) ~~elle~~ réserve un traitement du sujet semblable aux renseignements, aux avis ou aux recommandations à l'égard d'un nombre considérable d'émetteurs au sein du même secteur que l'émetteur ou elle renferme une liste exhaustive de titres actuellement recommandés par le courtier soumis à des restrictions;
- (ii) ~~ne se voie réserver~~ ne réserve aucun espace ni aucune prédominance sensiblement plus importants ~~dans cette publication~~ aux renseignements, aux avis ou aux recommandations se rapportant au titre restreint ou à l'émetteur du titre restreint que ce qui est accordé aux autres titres ou émetteurs.

(7) Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions à qui incombent des obligations du teneur de marché à l'égard d'un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché :

- a) avec l'approbation préalable d'un responsable de l'intégrité du marché, saisir une offre d'achat de sorte à ce que le cours d'ouverture calculé d'un titre restreint corresponde à un niveau plus raisonnable;
- b) faire l'acquisition d'un titre restreint aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent;
- c) faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint :

- (i) qui se négocie sur un autre marché aux fins d'égaliser une offre d'achat assortie d'un cours plus élevé affichée sur cet autre marché,
- (ii) qui, par conversion, échange ou exercice d'un droit, donne droit à un autre titre coté en bourse dans le but de maintenir un ratio de conversion, d'échange ou d'exercice convenable,
- (iii) dans le but de compenser une position à découvert résultant de ventes effectuées en vertu des obligations du teneur de marché qui lui incombent.

(8) Opérations du teneur de marché des instruments dérivés

Malgré l'alinéa (1), un courtier soumis à des restrictions qui est un teneur de marché des instruments dérivés responsable d'un titre dérivé dont le titre sous-jacent est un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché des instruments dérivés, faire une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint si les conditions suivantes sont réunies :

- a) le titre restreint est le titre sous-jacent de l'option dont il est le spécialiste;
- b) aucun autre instrument dérivé n'offre une couverture convenable;
- c) l'offre d'achat ou l'achat :
 - (i) a pour objectif de couvrir une position antérieure sur des options,
 - (ii) coïncide plus ou moins avec la négociation de l'option,
 - (iii) est conforme aux pratiques habituelles de tenue de marché.

(9) **Application des dispenses à un courtier soumis à des restrictions et à un émetteur soumis à des restrictions**

Lorsqu'un courtier soumis à des restrictions est également émetteur soumis à des restrictions, le courtier soumis à des restrictions continue à pouvoir se prévaloir des dispenses prévues aux alinéas (4), (6), (7) et (8).

6. La règle 7.8 est supprimée.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 1.1 :

Politique 1.1 - Définitions

Article 1 – Définition de *titre relié*

La définition d'un *titre relié* comprend, entre autres, un titre de l'émetteur du titre offert ou d'un autre émetteur qui, selon les modalités du titre offert, peut « avoir une incidence importante » sur la valeur du titre offert. L'autorité de contrôle du marché est d'avis qu'en l'absence d'autres facteurs atténuants, un titre relié « a une incidence importante » sur la valeur du titre offert si, en tout ou en partie, il compte pour plus de 25 % de la valeur du titre offert.

Article 2 – Définition de *fonds négocié en bourse*

La définition de *fonds négocié en bourse* vise, en partie, un fonds commun de placement désigné par l'autorité de contrôle du marché comme fonds négocié en bourse aux fins de la règle. À titre de ligne directrice, un fonds négocié en bourse peut être désigné par l'autorité de contrôle du marché lorsqu'il est établi qu'il serait difficile de manipuler le cours des parts du fonds commun de placement.

Il serait de l'intention de l'autorité de contrôle du marché que la désignation d'un tel titre s'effectue après consultation avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou une autre autorité ~~de réglementation des~~ en valeurs mobilières applicable compétente. L'acceptation de la désignation par les autorités ~~de réglementation des~~ en valeurs mobilières applicables compétentes constituerait une condition

préalable à toute désignation d'un titre en tant que *fonds négocié en bourse*. D'autres facteurs dont tiendrait compte l'autorité de contrôle du marché sont les suivants :

- la liquidité ou le flottant public du titre (ou des titres sous-jacents qui composent le portefeuille ~~de l'organisme de placement collectif du~~ fonds commun de placement);
- la question à savoir si les parts sont rachetables en tout temps contre un « panier » des titres sous-jacents en plus d'espèces;
- la question à savoir si un « panier » de titres sous-jacents peut être échangé en tout temps contre des parts du fonds;
- la question à savoir si le fonds est calqué sur un indice reconnu sur lequel des renseignements sont diffusés au public et généralement disponibles par l'entremise de la presse financière;
- la question à savoir si les ~~titres~~ instruments dérivés fondés sur les parts du fonds, l'indice sous-jacent ou les titres sous-jacents sont inscrits à la cote d'un marché.

Aucun de ces cinq facteurs supplémentaires n'est déterminant en soi et la qualité de chaque titre est évaluée individuellement au fond avant qu'une demande ne soit faite à l'autorité ~~de réglementation des~~ en valeurs mobilières applicable compétente de donner son aval à la désignation.

2. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 1.2 :

Politique 1.2 - Interprétation

Article 1 – Sens d'« agissant conjointement ou de concert »

Les définitions d'un *courtier soumis à des restrictions* et d'un *émetteur soumis à des restrictions* visent, entre autres, une personne agissant conjointement ou de concert avec une personne qui est également un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions, selon le cas, à l'égard d'une opération déterminée. Aux fins de ces définitions, l'expression « agissant conjointement ou de concert » a un sens semblable à la phrase telle que définie à l'article 91 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) ou des dispositions semblables ~~des lois sur les~~ de la législation en valeurs mobilières applicables, avec les modifications de circonstance. Dans le contexte de ces définitions uniquement, la question à savoir si une personne agit conjointement ou de concert avec un courtier ou un émetteur soumis à des restrictions est une question de faits et, sans limiter la généralité de ce qui précède, toute personne qui, en conséquence d'une convention, d'un engagement ou

d'une entente, officiel ou non, conclue ou contracté avec un courtier soumis à des restrictions ou un émetteur soumis à des restrictions, fait une offre d'achat ou l'achat d'un titre restreint sera réputée agir conjointement ou de concert avec ce courtier ou cet émetteur soumis à des restrictions.

Article 2 – Sens de « le processus de vente a pris fin »

La définition de l'expression *période de restrictions*, pour ce qui est d'un placement par voie de prospectus et d'un placement privé restreint, précise que la fin de la période a lieu à la date où le processus de vente a pris fin et où toutes les ententes de stabilisation se rapportant au titre placé ont pris fin. Le sous-alinéa 1.2(6)a) des règles donne une interprétation quant au moment où il est jugé que le processus de vente a pris fin. En guise de précisions supplémentaires, il est réputé que le processus de vente a pris fin dans le cadre d'un placement par voie de prospectus lorsque le visa à l'égard du prospectus a été délivré, que le participant a placé tous les titres qui lui ont été répartis et ne se livre plus à des activités de stabilisation, que tous les efforts de vente ont cessé et que le syndicat a été dissous. Les efforts de vente ont cessé lorsque le participant ne déploie plus aucun effort de vente et qu'il n'y a aucune intention de lever une option pour répartitions excédentaires sauf dans le but de couvrir la position à découvert du syndicat. Si le participant ou le syndicat lève ultérieurement une option pour répartitions excédentaires dans une mesure qui dépasse la position à découvert du syndicat, il serait jugé que les efforts de vente n'ont pas cessé. Les titres répartis au participant qui sont détenus dans son compte de stocks et qui y sont transférés à la fin du placement seraient jugés avoir été placés. Les ventes subséquentes de ces titres constituent des opérations sur le marché secondaire et devraient être réalisées sur un marché sous réserve de toute dispense dont il est possible de se prévaloir (sauf si l'opération de vente ultérieure constitue un placement par voie de prospectus). Afin de garantir un certain degré de certitude au sujet du moment où un placement a pris fin, des mesures convenables devraient être prises en vue de déplacer les titres du compte de syndication au compte de stocks du participant.

3. Le texte suivant s'ajoute comme Politique 7.7 :

Politique 7.7 – Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres

Article 1 – Activité manipulatrice ou trompeuse

La règle 2.2 contient des dispositions qui interdisent des ~~pratiques de négociation~~ activités manipulatrices ou trompeuses, dont des activités qui

peuvent créer des cours trompeurs ou des activités de négociation qui sont préjudiciables aux épargnants et à l'intégrité des marchés. La règle 7.7 interdit, de façon générale, les achats ou les offres d'achat visant des titres restreints dans des circonstances où il existe une préoccupation accrue à l'égard de la possibilité de manipulation de la part des personnes qui ont un intérêt dans l'issue du placement ou de l'opération. La règle 7.7 prévoit également certaines dispenses visant à permettre des achats et des offres d'achat dans des circonstances où il n'existe aucune, voire une très faible, possibilité de manipulation. Toutefois, l'autorité de contrôle du marché est d'avis que, nonobstant le fait que certaines activités de négociation sont autorisées en vertu de la règle 7.7, ces activités continuent d'être assujetties aux dispositions générales se rapportant aux ~~pratiques de négociation~~ activités manipulatrices ou trompeuses énoncées à la règle 2.2 ainsi qu'aux dispositions sur la manipulation et la fraude contenues dans ~~les lois sur les~~ la législation en valeurs mobilières applicables, de sorte que toutes activités menées conformément à la règle 7.7 doivent néanmoins respecter l'esprit des dispositions générales anti-manipulation.

Article 2 – Stabilisation du marché et compensation du marché

Le sous-alinéa 7.7(4)a) des règles accorde à un courtier soumis à des restrictions une dispense des interdictions énoncées à l'alinéa (1) dans le cadre d'activités de stabilisation du marché et de compensation du marché, sous réserve de certaines restrictions quant au cours. Les activités de stabilisation du marché et de compensation du marché devraient être menées dans le but de préserver un marché équitable et ordonné à l'égard du titre offert en réduisant la volatilité du cours ou en redressant des déséquilibres quant à l'intérêt manifesté relativement à l'achat ou à la vente du titre restreint.

L'autorité de contrôle du marché juge qu'il ne convient pas qu'un courtier se livre à des activités de stabilisation du marché dans des circonstances où il sait ou serait raisonnablement censé savoir que le cours n'est pas équitablement et convenablement établi par l'offre et la demande. Cette situation pourrait se présenter lorsque, par exemple, le courtier a connaissance du fait que le cours résulte d'une activité irrégulière de la part d'un participant au marché ou de l'existence de documents importants non rendus publics concernant l'émetteur.

Des activités de compensation du marché devraient contribuer à l'établissement d'un marché équitable et ordonné en contribuant à la continuité et à la profondeur des cours et en minimisant l'écart entre l'offre et la demande. La compensation du marché ne ~~recherche~~ pas à prévenir ou à retarder indûment l'évolution des cours, mais simplement à prévenir des changements aberrants ou désordonnés des cours.

Article 3 – Dispense relative aux positions à découvert

Le sous-alinéa 7.7(4)h) des règles prévoit une dispense des interdictions énoncées à l'alinéa (1) à l'égard d'un courtier soumis à des restrictions dans le cadre d'une offre d'achat ou d'un achat en vue de compenser une position à découvert, à la condition que celle-ci ait été prise avant le début de la période de restrictions. Les positions à découvert prises pendant la période de restrictions peuvent être compensées par des achats effectués en se fondant sur la dispense relative à la stabilisation du marché énoncée au sous-alinéa 7.7(4)a) des règles, sous réserve des restrictions quant aux cours énoncés dans cette dispense. (Voir « Article 5 – Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché » pour une discussion de la faculté qu'ont les personnes à qui incombent des obligations du teneur de marché de compenser des positions à découvert survenant au cours de la période de restrictions en vertu des obligations du teneur de marché qui leur incombent.)

Article 4 – Recherche

L'autorité de contrôle du marché est d'avis que, même si les articles 4.1 et 4.2 de la Règle 48-501 de la CVMO ne permettent pas aux courtiers soumis à des restrictions de diffuser des rapports de recherche, cette diffusion demeure assujettie aux restrictions habituelles qui s'appliquent à un lorsque le courtier soumis à des restrictions ou l'analyste qui suit le dossier de l'émetteur du titre offert ou tout autre représentant du courtier qui est en possession de renseignements importants concernant l'émetteur qui n'ont pas été rendus publics fait l'objet d'une diffusion générale.

L'alinéa 7.7(6) des règles prévoit les cas où un courtier soumis à des restrictions peut publier ou diffuser des renseignements, un avis ou une recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint. La règle exige que les renseignements, l'avis ou la recommandation soient contenus dans une publication qui est distribuée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions. L'autorité de contrôle du marché considère que la question à savoir si une publication était diffusée « avec régularité raisonnable » ainsi que la question à savoir si la diffusion a eu lieu dans le « cours normal des activités » constituent des questions de faits. Une publication de recherche ne serait vraisemblablement pas jugée avoir été publiée avec régularité raisonnable si elle n'a pas été publiée dans la période de douze mois antérieure ou s'il n'y avait aucun rapport portant sur l'émetteur dans la période de douze mois antérieure. La nature et l'ampleur des renseignements publiés devraient également coïncider avec les publications antérieures et le courtier ne devrait pas

entreprendre de nouvelles initiatives dans le contexte du placement. Par exemple, l'inclusion de prévisions du bénéfice et des produits d'exploitation des émetteurs ne serait vraisemblablement autorisée que si elles avaient été incluses antérieurement de façon régulière. L'autorité de contrôle du marché peut prendre en considération les canaux de distribution en vue de la diffusion de la publication lorsqu'elle est appelée à décider si une publication était « dans le cours normal des activités ». La recherche devrait être diffusée par les canaux de distribution habituels de recherche du courtier soumis à des restrictions et ne devrait pas, dans le cadre d'un effort de commercialisation, cibler expressément les épargnants éventuels dans le cadre du placement ou être diffusée expressément à leur intention. Toutefois, la recherche peut être diffusée à un épargnant éventuel si celui-ci figurait antérieurement sur la liste d'expédition de la publication de recherche.

Le sous-alinéa 7.7(6)^{ab} des règles exige que les renseignements, l'avis ou la recommandation fassent l'objet d'un traitement du sujet semblable à celui réservé aux renseignements, aux avis ou aux recommandations à l'égard d'un nombre considérable d'émetteurs au sein du même secteur que l'émetteur. Dans ce contexte, l'on devrait se rapporter au secteur pertinent pour décider de ce qui constitue un « nombre considérable d'émetteurs ». En règle générale, l'autorité de contrôle du marché juge qu'un minimum de six émetteurs constituerait un nombre suffisant. Toutefois, lorsqu'il existe moins de six émetteurs au sein d'un secteur, tous les émetteurs devraient être inclus dans le rapport de recherche et, à tout le moins, le nombre d'émetteurs ne devrait pas être inférieur à trois.

Article 5 – Opérations d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché

Aux termes du sous-alinéa 7.7(7)b), un courtier soumis à des restrictions à qui incombent des obligations du teneur de marché à l'égard d'un titre restreint peut, pour son compte de négociation aux fins de la tenue de marché, faire l'achat d'un titre restreint aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent. Tous les achats d'un titre restreint par un teneur de marché ne seront pas considérés effectués aux termes des obligations du teneur de marché qui lui incombent. Par exemple, si un système de tenue de marché d'un marché donné autorise un teneur de marché à prendre part volontairement à des transactions, cette participation peut uniquement donner lieu à des achats qui respectent l'un des critères suivants :

- ils sont effectués selon un cours autorisé par le sous-alinéa 7.7(4)a) des règles;
- ils visent à compenser une position à découvert résultant de ventes effectuées en vertu des obligations du teneur de marché qui lui incombent.

Le fait d'avoir recours à la possibilité de participation volontaire dans d'autres cas peut entraîner un non-respect, de la part du teneur de marché, des interdictions ou restrictions à la négociation en vertu de la règle 7.7.

Les *obligations du teneur de marché* sont définies comme les obligations qu'imposent les règles d'un marché ou d'un SCDO à un membre, à un utilisateur ou à un employé d'un membre ou d'un utilisateur pour assurer :

- l'existence continue ou raisonnablement continue d'un marché bilatéral pour un titre donné;
- l'exécution des ordres visant l'achat ou la vente d'un nombre d'unités d'un titre donné qui est inférieur au nombre minimum fixé par le marché.

~~En tant que tel, un teneur de marché à la Bourse de Toronto a le droit d'effectuer des offres d'achat ou des achats à des cours supérieurs à ceux autorisés par le sous-alinéa 7.7(4)a) des règles si l'offre d'achat ou l'achat est nécessaire afin de respecter :~~

- ~~• les engagements quant à l'objectif de fourchette des cours du teneur de marché;~~
- ~~• l'exigence en matière de quantité minimale garantie;~~
- ~~• l'obligation relative à la négociation de lots irréguliers.~~

Annexe « C »

RÈGLE 48-501 DE LA CVMO ET MODIFICATIONS AUX RÈGLES UNIVERSELLES D'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ

Récapitulatif commun des commentaires et réponses

Le 10 septembre 2004, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») a publié, en vue de recueillir des commentaires, le projet de Règle 48-501 de la CVMO (la « règle de la CVMO ») et Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-024, sollicitant des commentaires sur les modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant les restrictions et interdictions de négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur valeurs, y compris les placements, les fusions, les offres publiques de rachat et les offres publiques d'achat. Les commentaires reçus par la CVMO à l'égard de la règle de la CVMO étaient, dans l'ensemble, adressés à SRM et se rapportaient aux modifications aux RUIM également. En conséquence, un récapitulatif commun des commentaires et réponses a été préparé qui tient compte des réponses de la CVMO et de SRM à l'égard de leurs projets de règles respectifs (collectivement, les « règles »). La CVMO et SRM ont reçu des commentaires de la part des personnes suivantes :

BMO Nesbitt Burns
La Corporation Canaccord Capital inc.
Marchés mondiaux CIBC inc.
Dorsey & Whitney, LLP
Financière Banque Nationale inc.
Conseil du régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario
Osler, Hoskin & Harcourt
RBC Groupe Financier
Scotia Capitaux inc.
UBS Valeurs mobilières inc.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
Commentaires généraux			
1.	Renvois aux prix et aux cours dans les Règles	Un auteur de commentaires a observé que tous les renvois aux variables de prix ou de cours dans les règles devraient être modifiés afin de donner effet aux prix ou aux cours sur le marché principal. Le marché principal serait défini afin d'inclure l'une des bourses canadiennes ou américaines ou le marché NASDAQ qui affiche le volume de négociations déclaré global le plus important pour la catégorie des titres au cours des 12 mois précédents.	La notion d'un « marché principal » a été supprimée, avec prise d'effet le 31 décembre 2003, de la Norme canadienne 21-101 – Fonctionnement du marché. Les mentions des prix ou des cours dans les règles sont destinées à renvoyer à la négociation sur tout le marché au Canada. Les variables de prix ou de cours ne renvoient pas aux marchés étrangers pour diverses raisons, dont les difficultés à établir des taux de change convenables et constants et l'absence d'un accès généralisé à des données de négociation complètes.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
2.	Application extraterritoriale des Règles	Un commentaire a été reçu comme quoi les règles n'indiquaient pas clairement si elles devaient s'appliquer à la négociation à l'extérieur du Canada et ce commentaire observait que, si elles ne devaient pas s'appliquer à une telle négociation, elles pourraient facilement être contournées au moyen de négociations menées sur un marché américain ou un autre marché étranger. En outre, si l'intention était que les règles s'appliquent à tous les courtiers à l'échelle mondiale dans le cadre d'un placement canadien, la notion n'a pas été suffisamment bien articulée. L'auteur du commentaire remet en question le pouvoir de la CVMO de faire valoir ces restrictions lorsqu'elle met en cause une négociation ou des personnes à l'extérieur de l'Ontario. L'auteur du commentaire a suggéré qu'un initiateur et un chef de file pourrait faire un choix conjoint de s'assujettir au règlement dit Regulation M aux termes de la loi intitulée <i>Securities and Exchange Act of 1934</i> plutôt qu'aux règles si le placement mettait en cause un titre intercoté. L'auteur du commentaire a déclaré que ceci réduirait la confusion concernant la réglementation.	La règle de la CVMO s'applique à l'ensemble de l'activité de négociation menée par un résident de l'Ontario ou en Ontario mais ne prétend pas réglementer l'activité de négociation d'un résident étranger à l'extérieur de l'Ontario. Toutefois, un résident de l'Ontario ne serait pas autorisé à exercer des activités interdites indirectement par l'entremise d'une entité liée, d'un membre du même groupe ou d'une personne ayant des liens qui constitue un résident étranger. La disposition des RUIM s'appliquerait à la négociation par un participant indépendamment du territoire dans lequel a lieu la transaction ou l'activité. Dans la mesure où le titre est intercoté auprès d'un marché américain, le titre sera dispensé des interdictions et restrictions aux termes des règles s'il respecte les critères d'un titre négocié activement au sens de « actively-traded security » aux termes du règlement dit Regulation M. Si l'essentiel de l'activité de négociation à l'égard d'un titre intercoté se produit à l'extérieur du Canada et si la négociation visant le titre est assujettie aux restrictions aux termes du règlement dit Regulation M, SRM peut accorder une dispense à l'égard du respect de la disposition des RUIM, à la condition qu'il y ait conformité au règlement dit Regulation M. De l'avis de SRM, l'octroi de telles dispenses s'impose au cas par cas, compte tenu des circonstances entourant le placement ou l'opération. La CVMO et SRM sont d'avis qu'il n'est pas pratique, d'un point de vue de surveillance et d'application, de permettre à un courtier de choisir de s'assujettir au règlement dit Regulation M plutôt qu'à la règle de la CVMO ou aux RUIM.
3.	Publication d'une modification définitive avant mise en œuvre	Un auteur de commentaire a écrit qu'il serait utile de publier la version définitive des règles un certain temps (deux semaines) avant la mise en œuvre afin de permettre aux courtiers et aux autres personnes réglementées la possibilité de modifier des procédures et politiques afin d'assurer la conformité à cet égard.	La règle de la CVMO entrera en vigueur le 9 mai 2005 sauf si le ministre responsable de l'administration de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> (Ontario) rejette la règle de la CVMO ou la renvoie à la Commission en vue d'un examen supplémentaire. Les modifications aux RUIM entreranno en vigueur à la date de mise en œuvre de la règle de la CVMO.
4.	Définition de <i>marché</i>	Un auteur de commentaire a observé que la définition de <i>marché</i> dans l'Instruction complémentaire à la Règle 48-501 mentionne l'expression « marché reconnu » et la Norme canadienne 21-101 – Fonctionnement du marché. L'auteur du commentaire a formulé une préoccupation comme quoi ce renvoi pourrait exclure des activités de négociation sur des SNP lorsqu'un titre constitue un <i>titre très liquide</i> . L'auteur du commentaire a formulé l'avis que l'activité de négociation sur un SNP devrait compter afin d'établir si un titre constitue un <i>titre très liquide</i> et a suggéré que le renvoi à la mention « reconnu » soit supprimé de	L'intention visée était que l'activité de négociation sur tous les marchés au Canada, selon la définition figurant dans la Norme canadienne 21-101 – <i>Fonctionnement du marché</i> , soit prise en ligne de compte afin d'établir si un titre constitue un <i>titre très liquide</i> . Les modifications qui s'imposent ont été apportées à l'Instruction complémentaire afin de préciser ce point.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		l'Instruction complémentaire.	
Définitions			
5.	<i>titre relié</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a observé que la définition de l'expression « reference security » dans le règlement dit Regulation M ne comporte pas d'exigence que le titre relié constitue un titre en lequel le titre offert est immédiatement convertible ni n'inclut-il un seuil à l'égard du cours en vue de la conversion, de l'échange, de l'exercice ou de la levée. L'auteur du commentaire a insisté pour que la définition dans les règles soit rendue conforme au règlement dit Regulation M et a formulé l'avis que l'activité d'un courtier à l'égard de <i>titres reliés</i> serait suspecte même si les conditions qui l'excluaient des restrictions s'appliquaient.	La CVMO et SRM ont envisagé l'adoption d'une définition à l'instar de celle de « reference security » au règlement dit Regulation M mais, à notre avis, les restrictions qui seraient imposées par l'adoption d'une telle définition n'étaient pas nécessaires. La définition de <i>titre relié</i> visait à inclure les titres en lesquels le titre offert pourrait être converti au cours du déroulement de l'opération sur titres pertinente. La CVMO et SRM estiment que, si un titre n'est pas immédiatement convertible ou si le prix de conversion, d'échange, d'exercice ou de levée dépasse le cour vendeur à l'égard du titre de 110 %, il existe une probabilité réduite que les modifications du cours à l'égard de cet titre aient une incidence considérable sur le cours du titre offert. En tant que tel, le risque de manipulation du cours du titre offert est également grandement réduit.
6.	« période de restrictions applicable au courtier » – début – placement dans le public 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Il a été avancé que les règles indiquent que le début de la période de restrictions applicable au courtier (qui commence deux jours ouvrables avant la date de l'établissement du prix d'offre ou à la date à laquelle les services du courtier ont été retenus afin de participer au placement, selon la plus tardive des dates) diffère de la période de restrictions présentement énoncée dans le règlement dit Regulation M. L'auteur du commentaire a également indiqué que la Securities and Exchange Commission (« SEC ») avait l'intention de modifier la disposition et il a demandé à ce que la modification proposée soit évaluée.	La CVMO et SRM ont décidé de conserver la période de deux jours. Des commentaires avaient été sollicités expressément à l'égard de cette question antérieurement et aucun auteur de commentaire n'avait exprimé d'avis favorable à la méthode à plusieurs paliers préconisée par le règlement dit Regulation M à l'égard du début de la période de restrictions. Les commentaires fournis appuyaient la conservation d'une période unique de deux jours. Toutefois, la CVMO et SRM surveilleront les modifications proposées au règlement dit Regulation M et réviseront les règles à une date ultérieure, si cela s'avère nécessaire.
7.	« période de restrictions applicable au courtier » – début de la période de restrictions 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a déclaré que la connaissance d'une entente, conclue par le courtier, et se rapportant à la participation du courtier à un placement se limitera à un groupe restreint de personnes qui peuvent être assujettis à des règles de cloisonnement de renseignements afin de garantir la diffusion restreinte de renseignements non publics. L'auteur du commentaire a sollicité une orientation supplémentaire à savoir comment les restrictions doivent être mises en œuvre sans qu'il y ait communication généralisée du placement au sein de l'organisation.	La période de restrictions à l'égard d'un placement par voie de prospectus ou par voie de placement privé restreint débute à la <u>plus tardive</u> des deux dates suivantes, soit deux jours avant l'établissement du prix dans le cadre du placement et la date à laquelle le courtier conclut une entente en vue d'y participer. Ainsi, la première date à laquelle peut débiter une période de restrictions commence deux jours avant l'établissement des prix, date à laquelle la connaissance du placement serait publique. Même si la CVMO et SRM ont conscience du fait que l'imposition de restrictions à la négociation au sein d'une maison de courtage donnera un signal à toutes les personnes qui sont mises au courant des restrictions qu'une opération est imminente, elles croient que l'imposition de restrictions est nécessaire. Si certains renseignements n'ont pas été rendus publics, il est nécessaire de minimiser l'incidence de la fuite de renseignements, et l'on s'attend présentement des courtiers qu'ils aient en place des politiques qui garantissent que les restrictions sont imposées immédiatement dès le

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
			début d'une période de restrictions même si les détails du placement ou d'une autre opération ne sont pas communiqués.
8.	« période de restrictions applicable au courtier » – début de la période de restrictions à l'égard d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Une proposition a été reçue qui appuyait la modification du début de la période de restrictions à l'égard des fusions, des arrangements, etc. à compter de la date de l'annonce de l'opération jusqu'à la date de la circulaire de sollicitation de procurations (la circulaire). Un autre auteur de commentaire a suggéré que la date de diffusion d'une circulaire pourrait être une date préférable pour le début des restrictions, puisque la date que porte la circulaire peut être une date arbitraire fixée par la personne qui la rédige. L'auteur du commentaire a observé que la faculté d'antidater ou de postdater la circulaire pourrait entraîner des difficultés afin d'établir à compter de quand les restrictions devraient être appliquées. L'auteur du commentaire a suggéré que le début des restrictions soit à la date à laquelle la diffusion de la circulaire commence, et ce par souci d'harmonisation avec le règlement dit Regulation M.	La Commission et SRM sont d'accord avec le commentaire et ont apporté les modifications qui s'imposent de sorte à ce que les restrictions débutent à la date du début de la diffusion de la circulaire. La Commission et le personnel de SRM surveilleront les modifications proposées au règlement dit Regulation M et réagiront au besoin.
9.	« période de restrictions applicable au courtier » – fin de la période de restrictions à l'égard du placement 48-501, art. 1.1 et 1.2 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire était d'avis que les règles prévoient que la période de restrictions applicable au courtier se termine à la date à laquelle le processus de vente prend fin et où toutes les ententes de stabilisation se rapportant au titre offert sont terminées et que ces dispositions sont incompatibles avec le règlement dit Regulation M qui prévoit que les restrictions viennent à échéance dès la fin de la participation du courtier au placement. En outre, l'auteur du commentaire a indiqué que la disposition relative à la fin de la période de restrictions est insuffisamment précise. L'auteur du commentaire a recommandé que la période de restrictions se termine à la délivrance d'un visa à l'égard d'un prospectus définitif et à la fin de tous les efforts de vente déployés par le courtier. Deux auteurs de commentaires ont indiqué que l'exigence comme quoi un visa à l'égard du prospectus définitif soit délivré et que le prospectus définitif soit remis à chaque souscripteur avant la fin de la période de restrictions prolongeront inutilement la période de restrictions. L'auteur du commentaire a indiqué que, traditionnellement, les prospectus définitifs ne sont considérés avoir été reçus qu'après l'écoulement de deux jours ouvrables. Un de ces auteurs de commentaires a formulé une préoccupation comme quoi la réglementation proposée considère que des ententes de stabilisation sont en vigueur jusqu'à ce que des achats ou des ventes de titres restreints par un courtier participant ne sont plus	Des modifications aux règles ont été apportées afin de préciser que la fin de la période de restrictions aux termes des règles sera essentiellement semblable à la fin de la période aux termes du règlement dit Regulation M. Les règles mentionnent maintenant la fin du placement, ce qui, dans le cadre d'un placement par voie de prospectus, sera considéré s'être produit lorsqu'un visa a été délivré à l'égard d'un prospectus définitif, que le participant a réparti sa tranche des titres qui doivent être placés pourvu que tous les efforts de vente aient cessé. Même si le règlement dit Regulation M a recours au libellé « completion of participation in a distribution » (fin de la participation à un placement), cette expression est définie à la Règle 100 du règlement dit Regulation M, qui renvoie essentiellement aux mêmes éléments que ceux qui servent à établir la période de restrictions aux fins des règles. La fin de la période de restrictions aux termes des règles exigera uniquement qu'un visa à l'égard d'un prospectus définitif soit délivré mais non que le prospectus soit remis.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		effectués conjointement pour le syndicat de prise ferme. L'auteur du commentaire a observé que, lorsqu'une option pour répartitions excédentaires a été accordée au syndicat, ces restrictions continueront à s'appliquer tant que le syndicat conserve une position à découvert au titre de la répartition excédentaire. L'auteur du commentaire a observé que ceci engendre la possibilité de prolonger la période de restrictions à concurrence de 30 jours suivant la clôture du placement. L'auteur du commentaire a suggéré que les règles et pratiques existantes soient conservées.	
10.	« période de restrictions applicable au courtier » – fin de la période de restrictions 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a insisté pour qu'une disposition (à l'instar du règlement dit Regulation M) soit ajoutée, et qui reconnaisse qu'un preneur ferme qui détient des titres dans son compte de stocks à la fin du placement ne sera pas assujéti aux restrictions à la revente des titres sauf si la vente ultérieure constitue un placement.	La CVMO et SRM sont d'accord pour dire que des titres conservés par un courtier à la fin du placement sont réputés « placés ». Les ventes ultérieures de ces titres constituent des opérations sur le marché secondaire et devraient avoir lieu sur un marché (sauf si l'opération de vente ultérieure constitue un placement supplémentaire). Afin de prévoir de la certitude quant à la fin du placement, des mesures convenables devraient être prises afin de déplacer les titres du compte de syndication vers le compte de stocks du courtier. Des modifications ont été apportées à l'Instruction complémentaire ainsi qu'à la Politique 1.2 prise aux termes des RUIM afin de préciser ce point.
11.	« période de restrictions applicable au courtier » – fin de la période de restrictions à l'égard d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a indiqué que la fin de la période de restrictions au moment de l'approbation de l'opération ne convenait pas et que, plutôt, le moment à privilégier pour la fin de la période de restrictions devrait être la date de la mise à la poste de la circulation de sollicitation de procurations. L'auteur du commentaire a indiqué que la période de temps écoulée entre la diffusion des circulaires de sollicitation de procurations et la clôture peut être importante, particulièrement lorsque l'approbation réglementaire de l'opération est nécessaire. L'auteur du commentaire a observé que la circulaire de sollicitation de procurations fournira une divulgation complète des détails de l'opération, y compris tous les renseignements confidentiels importants en la possession du courtier et que les autorités de réglementation et les courtiers ont des processus en place afin de surveiller les ventes et la négociation dans le but de garantir qu'aucune activité de négociation manipulatrice n'a lieu.	La CVMO et SRM estiment que la période pertinente, au cours de laquelle un incitatif existe afin de manipuler le cours du titre offert, et la période qui précède le vote par les porteurs de titres à l'égard de l'approbation de l'opération. Puisqu'il existe un incitatif accru de manipuler le cours pendant cette période, la CVMO et SRM croient que l'application des restrictions est indiquée.
12.	« période de restrictions applicable au courtier » – courtier gérant 48-501, art. 1.1	Un commentaire a été reçu comme quoi la période de restrictions à l'égard du courtier qui agit en qualité de courtier gérant (lequel est assujéti à la Politique 33-601 de la CVMO) ne devrait durer que pendant les dix derniers jours de l'offre. L'auteur du commentaire a exprimé l'avis que le courtier gérant ne possède aucun intérêt monétaire dans l'issue du vote et, par conséquent, n'a que peu d'incitatif de truquer le	Les dispositions dans les règles sont compatibles avec les exigences imposées dans le règlement dit Regulation M. La CVMO et SRM sont conscientes du fait qu'un courtier gérant n'a pas d'intérêt monétaire dans l'issue du vote mais elles observent également qu'un courtier gérant peut avoir un intérêt « sur le plan de la réputation » à l'égard de l'issue. La CVMO et SRM sont d'avis que l'imposition des restrictions aux courtiers

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
	RUIM, art. 1.1	cours d'une action déterminé. L'auteur du commentaire a indiqué que le courtier gérant aura accès à certains renseignements liés à l'issue du vote au cours des 10 derniers jours, ce qui rendrait les restrictions indiquées.	gérants convient.
13.	<i>courtier soumis à des restrictions – portée - mandataires</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a observé que la définition de preneur ferme dans la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> (Ontario) (la « Loi ») comprendrait déjà un courtier agissant en qualité d'agent de placement et a exprimé la préoccupation que la clause ne servait aucune fin si ce n'était d'inclure les participants au syndicat de placement à titre de parties restreintes. L'auteur du commentaire a formulé l'avis que les participants au syndicat de placement ne devraient pas être des parties restreintes puisqu'elles n'auraient que très peu d'incitatif de manipuler le cours. Un autre auteur de commentaire a formulé la préoccupation que l'inclusion d'opérations mettant en cause des courtiers agissant en qualité de mandataires dans le cadre d'un placement dans le public de titres qui compterait pour plus de 10 % des titres offerts émis et en circulation serait excessive puisqu'il existait peu d'incitatif réel de la part d'un courtier de manipuler le cours du titre. Les restrictions seraient alors appliquées aux émetteurs dotés d'une capitalisation boursière relativement faible, ce qui ne devrait pas être source de préoccupation puisqu'il existerait peu d'incitatif de manipuler le cours.	La CVMO et SRM ont modifié la définition de <i>courtier soumis à des restrictions</i> afin de préciser l'application des restrictions. Lorsqu'un participant agit en qualité de preneur ferme, selon la définition de cette expression dans la législation en valeurs mobilières applicable, que ce soit dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou d'un placement privé restreint, le participant est réputé constituer un <i>courtier soumis à des restrictions</i>. L'expression <i>placement privé restreint</i> a été définie dans les règles comme un placement de titres aux termes de l'alinéa 72(1)b) de la Loi ou l'article 2.3 de la Règle 45-501 de la CVMO ou des dispositions semblables existant dans la législation en valeurs mobilières applicable. Lorsqu'un participant agit en qualité de mandataire, mais non en qualité de preneur ferme, dans le cadre d'un placement privé restreint de titres, le participant sera réputé constituer un <i>courtier soumis à des restrictions</i> si la taille du placement privé et la tranche qui revient au mandataire du placement dépasse, dans un cas comme dans l'autre, un seuil minimal. En particulier, les deux conditions doivent être respectées : - le nombre de titres émis aux termes du placement privé restreint doit compter pour plus de 10 % de l'ensemble des titres émis et en circulation; - le participant doit s'être fait répartir ou doit avoir le droit de vendre au moins 25 % des titres qui doivent être émis aux termes du placement privé restreint.
14.	<i>courtier soumis à des restrictions – portée - conseillers</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a déclaré que l'exigence comme quoi les conseillers touchent une rémunération qui « dépend de l'issue de l'opération » accorde une dispense d'envergure aux règles qui n'existe pas dans le règlement dit Regulation M. L'auteur du commentaire a observé que le désir de la part d'un conseiller de bonifier sa réputation constitue une motivation suffisante afin qu'il se livre à des activités de négociation manipulatrices et que les restrictions devraient s'appliquer. Il a été observé que les groupes de démarchage dans le cadre d'opérations n'existent pas communément aux États-Unis. Dans le cadre de la reconnaissance de la pratique différente au Canada, il a été suggéré que la restriction soit reformulée afin de prévoir une dispense davantage restreinte pour	L'intention de la CVMO et de SRM est que les restrictions s'appliquent à un conseiller à l'égard d'une offre publique d'achat en bourse ou d'une offre publique de rachat ou dans le cadre de l'obtention de l'approbation des porteurs de titres à l'égard d'une fusion, d'un arrangement, d'une restructuration du capital ou d'une opération semblable. De l'avis de la CVMO et de SRM, il convient d'imposer des restrictions uniquement lorsque la partie possède un intérêt financier précis dans l'issue de l'opération et de telles restrictions ne sont pas nécessaires lorsqu'une partie ne fait que fournir des conseils moyennant des honoraires fixes ou déterminés. La CVMO et SRM visent à imposer des restrictions par l'entremise des règles uniquement aux

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		les membres d'un groupe de démarchage dont la rémunération se limite à des honoraires habituels à l'égard de chaque titre remis en réponse à l'offre.	membres du groupe de démarchage qui fournissent à l'initiateur ou à l'émetteur des services en qualité de conseillers ou qui jouent un rôle clé dans la sollicitation du dépôt de titres en réponse à une offre publique d'achat ou qui sollicitent l'appui à l'égard d'une opération déterminée. Si un courtier n'est membre d'un groupe de démarchage qu'en conséquence du fait de se rendre disponible en vue du dépôt de titres moyennant des honoraires, les restrictions ne devraient pas s'appliquer.
15.	<i>courtier soumis à des restrictions</i> – seuil de 10% 48-501, art. 1.1 RUIIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a souligné le fait que le règlement dit Regulation M ne prévoit pas de seuil en deçà duquel un placement pour compte ne sera pas réputé un placement et il suggère que le seuil de 10 % énoncé au point a)(ii) de la définition soit supprimé. L'auteur du commentaire a indiqué que le seuil de 10 % n'est nullement lié à l'incidence éventuelle sur le marché de l'activité de négociation menée par des courtiers soumis à des restrictions et il suggère que le critère davantage subjectif sur lequel se repose le règlement dit Regulation M, soit d'appliquer les restrictions aux placements qui mettent en cause le recours à des efforts de vente spéciaux.	La CVMO et SRM estiment que le critère des « efforts de vente spéciaux » énoncé dans le règlement dit Regulation M crée un critère subjectif qu'il est difficile d'appliquer. Il est à noter que la version modifiée des règles a supprimé le seuil de 10 % sauf lorsqu'un courtier agit en qualité de mandataire dans le cadre d'un placement privé restreint et qu'il s'est fait répartir plus de 25 % du placement. La CVMO et SRM estiment que ces seuils, pour ce qui est d'un placement privé restreint, créent un critère objectif qui est facile d'application. En fixant ces seuils, seront visés uniquement les courtiers ayant une participation considérable dans un placement privé restreint important qui peut avoir une incidence sur le marché et dans lequel un courtier soumis à des restrictions pourrait avoir un incitatif suffisant de manipuler les cours.
16.	<i>courtier soumis à des restrictions</i> – exception à l'égard des entités liées 48-501, s.-al. 1.1b) RUIIM, s.-al. 1.1b)	Deux auteurs de commentaires ont appuyé expressément la réduction de la portée de <i>courtier soumis à des restrictions</i> prévue à l'exception énoncée au sous-alinéa 1.1b) lorsque des obstacles convenables à l'égard des renseignements sont en place, ont observé que ceci était compatible avec le règlement dit Regulation m et ont encouragé l'adoption de la disposition telle que proposée. Un auteur de commentaire a formulé une préoccupation comme quoi l'exception à la définition de <i>courtier soumis à des restrictions</i> , qui est prévue au sous-alinéa b) ne dispenserait vraisemblablement pas les courtiers membres du même groupe aux États-Unis puisque le partage de renseignements se rapportant à un placement dans le public se fait habituellement avec de tels membres du groupe.	Il est à observer que l'exception visant les <i>entités liées</i> est compatible avec le règlement dit Regulation M. Il est à noter également que l'expression <i>entité liée</i> est définie dans les RUIIM et au paragraphe 1.2(4) de la règle de la CVMO comme une entité membre du même groupe qu'une personne qui exploite une entreprise au Canada et qui est inscrite en tant que courtier ou conseiller. Les courtiers qui exploitent leurs activités aux États-Unis, et qui ne sont pas inscrits au Canada, ne seraient pas assujettis aux restrictions. Tel qu'il a été discuté au point n° 2 ci-dessus, un résident de l'Ontario serait passible de sanctions s'il se livrait à des activités interdites indirectement par l'entremise d'une entité liée qui est un résident étranger.
17.	<i>courtier soumis à des restrictions</i> – exception à l'égard des entités liées 48-501, s.-al. 1.1b) RUIIM, s.-al. 1.1b)	Un auteur de commentaire a déclaré que le point b)(ii) de la définition de <i>courtier soumis à des restrictions</i> serait difficile à appliquer puisque, d'habitude, les employés d'un service ou d'une division sont également employés du courtier et, en conséquence, pourraient ne pas bénéficier de l'exception. L'auteur du commentaire a suggéré que des précisions supplémentaires sur l'application de l'exception pourraient être incluses dans l'instruction	Aux termes des exigences prévues au point b)(ii) de la définition de <i>courtier soumis à des restrictions</i> , une entité liée, un service ou une division qui possède des employés ou des dirigeants qui sollicitent des ordres clients ou qui recommandent des opérations de concert avec le participant soumis à des restrictions ne seraient pas visés par l'exception et, par conséquence, seraient assujettis aux restrictions et aux interdictions prévues aux termes des règles.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		complémentaire.	
18.	<i>titre très liquide</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a fait connaître son appui à l'égard de la proposition, particulièrement la dispense des restrictions se rapportant aux titres très liquides. L'auteur du commentaire a également indiqué son soutien à l'égard de la proposition comme quoi SRM conserverait et diffuserait une liste de titres qui seraient réputés très liquides.	Il est à observer que SRM conservera et diffusera une liste de titres qui, en fonction des données dont elle dispose, sont visés par la définition d'un <i>titre très liquide</i> en conséquence du dépassement du nombre requis de transactions quotidiennes moyennes et d'une valeur de négociation quotidienne moyenne sur les marchés canadiens. SRM ne conservera pas de liste de titres réputés être « négociés activement » au sens de « actively-traded » aux termes du règlement dit Regulation M. Les personnes peuvent se fier à cette liste ou elles peuvent vérifier indépendamment si un titre respecte les exigences d'un <i>titre très liquide</i> , dans la mesure où elles conservent un dossier renfermant les données sur lesquelles elles se sont fiées afin de vérifier les exigences.
19.	<i>titre très liquide – mesure de l'activité de négociation</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a observé que la définition ne tient compte que de la négociation sur les marchés canadiens afin d'établir si un titre serait admissible en qualité de <i>titre très liquide</i> et qu'elle ne tient pas compte du volume de négociations sur d'autres marchés de par le monde. L'auteur du commentaire a observé que le règlement dit Regulation M tient compte de la négociation à l'échelle mondiale afin d'établir si un titre constitue un « titre négocié activement » au sens de « actively-traded security ». Même si la définition d'un titre très liquide comprend tout titre qui est réputé constituer un « titre négocié activement » au sens de « actively-traded security » aux termes du règlement dit Regulation M, l'auteur du commentaire est d'avis qu'il est inéquitable de traiter un émetteur différemment parce que ses titres sont intercotés et qu'une partie de son flottant public est négociée sur un marché non canadien.	Se rapporter à la réponse au point n° 1. La CVMO et SRM sont conscientes du fait que des préoccupations existent en pratique lorsqu'il y a des restrictions à la négociation sur les marchés canadiens alors que ces transactions peuvent avoir lieu sur un marché étranger. La CVMO et SRM, toutefois, croient que le critère utilisé dans la définition de l'expression <i>titre très liquide</i> convient mieux aux titres négociés sur les marchés canadiens que le critère posé dans la définition de l'expression « titre négocié activement » au sens de l'expression « actively-traded security » aux termes du règlement dit Regulation M.
20.	<i>émetteur soumis à des restrictions – initié d'un émetteur</i> 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a formulé une préoccupation comme quoi les initiés d'un émetteur ou d'un porteur de titres vendeurs sont inclus dans la définition de l'expression <i>émetteur soumis à des restriction</i> . L'auteur du commentaire a indiqué qu'un initié n'a pas nécessairement un intérêt dans l'issue d'un placement ou d'une opération qui soit différent que celui d'une personne qui n'est pas un initié. L'auteur du commentaire a indiqué, en outre, qu'un initié n'a pas nécessairement de connaissances se rapportant à un placement que les épargnants ordinaires ne possèdent pas. De plus, l'auteur du commentaire a observé que le respect des règles sera difficile pour un initié, puisque ce dernier peut ne pas disposer de suffisamment de connaissances afin d'établir le	La CVMO et SRM sont d'accord comme quoi il ne convient peut-être pas d'imposer des restrictions à un initié d'un émetteur ou d'un porteur de titres vendeurs uniquement en raison du fait qu'il possède plus de 10 % des titres comportant droit de vote d'un émetteur. Les règles ont été modifiées afin de prévoir qu'un <i>émetteur soumis à des restrictions</i> ne comprend pas une personne qui est un initié d'un émetteur uniquement en vertu de l'alinéa (c) de la définition d'« initié » aux termes de la Loi et à la condition que la personne n'ait pas eu, au cours des 12 mois précédents, une représentation au conseil ou au sein de la direction à l'égard de l'émetteur et n'ait pas connaissance de renseignements importants concernant l'émetteur ou ses titres qui n'ont pas été généralement diffusés. Cette « période de réflexion » de 12 mois est compatible avec une disposition semblable pour qu'un initié soit

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		moment du début ou de la fin d'une « période de restrictions applicable à un émetteur ». L'auteur du commentaire a indiqué qu'il estimait que l'imposition de restrictions à la négociation dans les règles limitait inutilement la faculté qu'ont les initiés de se livrer à des activités de négociation pendant une durée prolongée. L'auteur du commentaire a également suggéré que la définition d'une <i>entité qui a des liens</i> devrait être révisée afin de supprimer l'inclusion dans la définition de situations où un épargnant est propriétaire de plus de 10 % des titres comportant droit de vote de l'émetteur.	dispensé des exigences d'évaluation officielle dans le cadre d'une offre publique d'achat par un initié aux termes du paragraphe 2 de l'article 2.4 de la Règle 61-501 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario – <i>Insider Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions</i>. Une <i>entité qui a des liens</i> est définie afin de comprendre une entité dans laquelle l'émetteur du titre offert possède 10 % des titres comportant droit de vote de l'entité, ce qui fait de cette entité un courtier soumis à des restrictions. La CVMO et SRM estiment que cette exigence convient et aucune modification n'a été apportée.
21.	<i>titre offert</i> – portée de la définition et « appel public à l'épargne » – portée de la définition 48-501, art. 1.1 RUIM, art. 1.1	Un auteur de commentaire a formulé une préoccupation comme quoi la définition de l'expression <i>titre offert</i> est trop large et s'appliquera à des placements de titres qui ne sont pas visés par la réglementation actuelle. L'auteur du commentaire a observé que la définition, lorsqu'elle est examinée de concert avec la définition recommandée d'un « appel public à l'épargne », entraînera l'application des restrictions à tous les placements de titres de participation ou de créance, que ce soit par voie de prospectus ou au moyen d'un placement privé, et à toutes les situations où un courtier est un preneur ferme ou un agent de placement. L'auteur du commentaire suggère que l'application des règles se limite aux titres qui sont cotés ou inscrits en vue d'une négociation au Canada. L'auteur du commentaire a suggéré en outre que l'expression « placement privé » soit définie comme un placement dispensé visant plus de 10 % des titres émis et en circulation d'une catégorie, afin d'aider à préciser la portée des règles.	La modification à la règle de la CVMO ne visait qu'à capter les marchés où la transparence des données de négociation est mandatée, par exemple, tout marché selon la définition figurant dans la Norme canadienne 21-101 – <i>Fonctionnement du marché</i>. Les définitions de l'expression <i>titre offert</i> et <i>titre relié</i> ont été révisées afin de tenir compte de cette exigence. SRM a modifié la définition de l'expression <i>titre offert</i> aux termes des RUIM afin de préciser, dans toutes les circonstances, que le titre doit être un titre coté en bourse ou inscrit. Une définition de <i>placement privé restreint</i> a été ajoutée à chacune des règles. Se reporter à la réponse au point n° 13.
Activités autorisées et dispenses			
22	Dispenses des restrictions à la négociation – placements privés 48-501, par. 3.1(1) RUIM, s.-al. 7.7(4)a)	Un auteur de commentaire a indiqué que le règlement dit Regulation M ne prévoit pas de dispense des restrictions à l'égard des placements privés mais uniquement à l'égard des placements aux termes de la Règle dite Rule 144A effectués auprès d'épargnants institutionnels admissibles au sens de <i>Qualified Institutional Investors</i> dans des titres qui ne sont pas inscrits à la cote d'une bourse. L'auteur du commentaire a écrit que la dispense d'envergure prévue pour les placements privés qui est proposée ne convient pas.	Les modifications aux règles imposent des restrictions semblables tant dans le cadre de placements par voie de prospectus que de placements privés restreints. La CVMO et SRM estiment, particulièrement dans le contexte du marché canadien, que des restrictions semblables devraient être imposées tant aux placements privés qu'aux placements par voie de prospectus. Les règles ont été modifiées afin de préciser qu'un participant qui agit en qualité de preneur ferme dans le cadre d'un placement privé est assujéti aux restrictions et qu'un participant qui agit en qualité d'agent de placement dans le cadre d'un placement privé peut être assujéti aux restrictions aux termes des règles si le placement est de taille importante (plus de 10 % des titres offerts émis et en circulation) et si la participation du participant au placement privé est considérable (le participant s'est vu répartir plus de 25 % du placement).

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
23	Dispenses des restrictions à la négociation – dispenses supplémentaires 48-501, al. 1(1) RUIM, al. 7.7(4)	Un auteur de commentaire a observé que les règles ne comportaient pas de dispense de l'interdiction visant à prévenir les tentatives d'inciter une personne à faire l'achat d'un titre restreint émis aux termes d'un placement privé ou d'une activité de commercialisation visant à susciter des souscriptions relativement au placement privé. L'auteur du commentaire a suggéré qu'une dispense, à l'instar de la dispense prévue à l'alinéa 3.1g) de la Règle 48-501, soit incluse relativement à la sollicitation de souscriptions aux termes du placement privé.	La sollicitation d'achats à l'égard d'un titre offert par voie de placement privé est dispensé aux termes de l'alinéa 3.1g) de la Règle 48-501, ainsi qu'aux termes du sous-alinéa 7.7(4)g) des RUIM. Afin de préciser le libellé des règles, la définition d'« appel public à l'épargne » a été remplacée par des renvois à un <i>placement par voie de prospectus</i> et à un <i>placement privé restreint</i> . Se reporter à la réponse au point n° 22.
24	Dispenses des restrictions à la négociation 48-501, al. 3.1(1) RUIM, al. 7.7(4)	Un auteur de commentaire a formulé sa préoccupation comme quoi une dispense n'avait pas été incluse afin de permettre aux courtiers de faire l'acquisition d'actions en vue de compenser des positions prises par erreur. L'auteur du commentaire a indiqué qu'une telle activité ne devrait pas être réputée manipulatrice.	La CVMO et SRM n'estiment pas qu'une dispense précise permettant aux courtiers de couvrir des positions prises par erreur soit nécessaire. Un participant qui désire effectuer un achat en vue de compenser une position à découvert prise par erreur devrait demander une dispense aux cas par cas en fonction des circonstances qui ont donné lieu à l'erreur et aux besoins de couvrir cette erreur au moyen d'un achat au cours de la période de restrictions.
25	Stabilisation du marché 48-501, s.-al. 3.1(1)a) RUIM, s.-al. 7.7(4)a)	Un auteur de commentaire était préoccupé du fait que les dispositions des règles ne permettaient pas à une transaction d'être dispensée des restrictions lorsque le prix d'achat dépassait le moindre du dernier cours vendeur indépendant et du meilleur cours acheteur indépendant, ce qui, à son avis, limite indûment la faculté d'un courtier de participer à des activités de stabilisation. L'auteur du commentaire a suggéré que la règle existante qui permet à une partie restreinte de faire des achats en deçà du « dernier cours vendeur indépendant » soit conservée. Un autre auteur de commentaire a formulé une préoccupation comme quoi la proposition visant à prévoir une exception aux restrictions relativement aux achats moyennant un cours qui ne dépasse pas le moindre du cours d'émission (ou, s'il n'est pas établi, le dernier cours vendeur indépendant) et le meilleur cours acheteur indépendant, au moment de l'offre peut, dans certaines circonstances, être davantage restrictive que la dispense actuelle qui prévoit une dispense lorsque l'offre d'achat est inférieure au moindre du cours d'émission (s'il est établi) et du dernier cours vendeur indépendant. L'auteur du commentaire estime que le dernier cours vendeur indépendant est l'indicateur le plus équitable du marché à l'égard d'un titre et devrait être le point de référence convenable en vue de l'application de la dispense.	La CVMO et SRM ont harmonisé, dans une certaine mesure, leurs règles avec le règlement dit Regulation M, et ont modifié les règles de sorte que, à des fins de stabilisation du marché, les offres d'achat ou les achats puissent être faits moyennant le moindre du cours du placement et du dernier cours vendeur indépendant établi au moment de la saisie sur un marché de l'offre d'achat ou de l'achat. Dans le cas d'un titre relié, l'offre d'achat ou l'achat ne doit pas dépasser le moindre du dernier cours vendeur indépendant au début de la période de restrictions et du dernier cours vendeur indépendant établi au moment de la saisie sur un marché de l'offre d'achat ou de l'achat. Présentement aux termes des RUIM, un participant qui ne possède pas une position à découvert à l'égard du titre doit offrir d'acheter ou acheter le titre restreint en deçà du dernier cours vendeur ou moyennant le dernier cours vendeur, si ce cours est inférieur au cours d'une transaction moyennant un cours différent qui précède immédiatement. De l'avis de la CVMO et de SRM, la limitation du cours d'une offre d'achat au cours de la dernière opération indépendante établie au moment de la saisie de l'offre d'achat ou de l'achat sur un marché constitue le meilleur reflet indépendant du marché.
26	Dispenses des restrictions à la	Un auteur de commentaire a écrit que la proposition comporte des dispenses de la	Même si la CVMO et SRM sont d'accord pour dire qu'une dispense à l'égard du dénouement d'une

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
	négociation – dispenses supplémentaires 48-501, s.-al. 3.1(1) RUIM, al. 7.7(4)	restriction générale à la négociation à l'égard d'une opération qui aurait pour effet de dénouer d'une position de couverture existante afin de permettre que la position soit dénouée ou rééquilibrée afin de préserver la neutralité du marché. Une dispense a également été sollicitée de permettre au courtier de combler un ordre client non sollicité en vue de conclure une opération de swap et de contracter la couverture s'y rapportant, dans la mesure où la position que représente la transaction est neutre au marché.	position de couverture parfaite est souhaitable, elles ne pensent pas qu'une dispense générale en vue de dénouer toute position de couverture soit indiquée. Le dénouement d'une couverture imparfaite aura une incidence sur le marché qui doit être évaluée avant qu'une dispense ne soit accordée. Les demandes de dispenses déterminées en vue de dénouer une couverture, lorsqu'un tel dénouement serait neutre au marché, seront examinées au cas par cas. Même si la CVMO et SRM sont d'avis que les ordres clients ou les couvertures qui s'y rapportent peuvent, pour la plupart, être comblés sur le marché, elles envisageront d'accorder des dispenses des restrictions imposées par les règles au cas par cas, le cas échéant, particulièrement lorsque la demande d'un client ne peut être comblée sur le marché.
Rapports de recherche			
27.	Rapports de recherche – restrictions à la diffusion des rapports de recherche 48-501, art. 4.1 et 4.2 RUIM, al. 7.7(6)	Un auteur de commentaire a souligné l'importance d'optimiser l'harmonisation entre les règles proposées et le règlement dit Regulation M afin de limiter le fardeau imposé aux courtiers et aux autres établissements financiers. Il se disait préoccupé du fait que les règles se démarquaient fortement des Règles 138 et 139 de la loi des États-Unis intitulée <i>Securities Act, 1933</i> (« la Loi de 1933 »). En particulier, une préoccupation a été formulée comme quoi les règles limitent la diffusion des rapports de recherche dans le cadre du déroulement d'un placement, d'une offre publique d'achat, d'une offre publique de rachat ou d'une opération semblable alors que les règles américaines ne s'appliquent qu'aux placements. En outre, la proposition interdirait des rapports de recherche portant sur un émetteur unique se rapportant aux titres offerts, et n'autoriserait que de dresser des rapports de compilation. Les règles américaines permettent la publication de rapports de compilation et de rapports portant sur un émetteur unique dans le cadre d'un placement dans certaines circonstances, dans le cours normal des activités. L'auteur du commentaire a souligné le fait que des restrictions davantage rigoureuses à l'égard de la publication de rapports de recherche pourraient rendre les marchés des capitaux canadiens moins concurrentiels. L'auteur du commentaire a également indiqué que les dispositions proposées limitant la publication des rapports de recherche ne devraient être appliquées dans le cadre de	La CVMO et SRM sont d'accord avec la proposition comme quoi l'harmonisation entre les règles et le règlement dit Regulation M est souhaitable et importante. Tout effort a été déployé afin de garantir que les règles soient compatibles avec le règlement dit Regulation M, le cas échéant. La CVMO et SRM estiment que les divergences entre les Règles 138 et 139 de la Loi de 1933 et les règles sont justifiées compte tenu de la nature du marché canadien. L'application de restrictions à la diffusion de rapports de recherche à l'égard d'opérations telles que des offres publiques d'achat ou des offres publiques de rachat, en sus des restrictions applicables pendant le déroulement d'un placement, tient compte du fait que des opérations autres que des placements fournissent également un incitatif à la manipulation et la CVMO et SRM sont d'avis que des restrictions à la publication de rapports de recherche se justifient dans le cadre de telles opérations. La CVMO et SRM croient également que le même incitatif visant à manipuler le cours d'un titre existe lorsqu'un placement est un placement dans le public ou un placement privé restreint et que des restrictions semblables devraient s'appliquer dans un cas comme dans l'autre. La CVMO et SRM ont apporté des modifications aux restrictions proposées à la diffusion de rapports de recherche afin de dispenser ce qui se rapporte à des émetteurs de titres restreints qui respectent la définition d'un <i>titre très liquide</i>.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		placements privés. L'auteur du commentaire a recommandé que les règles soient modifiées afin d'être harmonisées aux règles américaines en dispensant de l'application de l'article 21 de la Règle 48-501 et de l'article 53 de la Loi les rapports portant sur un émetteur unique à l'égard de certains titres reliés et en dispensant des exigences de l'article 53 de la Loi les rapports de recherche se rapportant à des titres très liquides.	
28.	Rapports de recherche – restrictions à la diffusion de rapports de recherche 48-501, art. 4.1 et 4.2 RUIM, al. 7.7(6)	Un auteur de commentaire a écrit que les restrictions à la diffusion de rapports de recherche étaient inutiles, particulièrement lorsque le titre placé était un titre très liquide. L'auteur du commentaire a observé que le Principe directeur n° 11 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« ACCOVAM ») garantit que la fonction de recherche est indépendante des autres activités commerciales. L'auteur du commentaire a observé, en outre, que plusieurs courtiers fournissent un récapitulatif mensuel des rapports créés à l'égard de titres relativement auxquels ils fournissent de la recherche. Ces récapitulatifs ne comprennent pas une analyse détaillée expliquant les motifs sous-tendant les conclusions fournies et les épargnants qui désirent obtenir de tels renseignements doivent se fier à des rapports de recherche déterminés. L'auteur du commentaire a observé que des restrictions à la remise de rapports déterminés limiteraient la faculté qu'a un épargnant de prendre des décisions en matière de placement ainsi que la faculté des analystes de répondre aux questions posées par les épargnants. Un autre auteur de commentaire a déclaré que les restrictions proposées se rapportant à la diffusion des rapports de recherche entreraient en conflit avec les obligations d'un analyste de fournir aux épargnants des recherches opportunes, concrètes et utiles, y compris des estimations financières et recommandations actuelles suivant la publication de renseignements importants, selon ce qui est exigé par le Principe directeur n° 11(3) de l'ACCOVAM. L'auteur du commentaire a indiqué que la dispense à l'égard de telles restrictions uniquement pour un rapport de compilation ne fournira pas aux analystes une méthode pratique de diffusion de tels renseignements. Un troisième auteur de commentaire a formulé une préoccupation comme quoi les restrictions à la faculté qu'a un courtier de publier des rapports de recherche qui ne prévoient pas l'analyse à l'égard d'un émetteur unique ou qui limitent la faculté de modifier une notation	La CVMO et SRM ont pris en ligne de compte les exigences imposées par le Principe directeur n° 11 de l'ACCOVAM. Le Principe directeur n° 11 est une politique d'application générale qui oblige les analystes à fournir des recherches en temps opportun aux épargnants. Les règles prévoient des restrictions déterminées concernant les dispositions se rapportant à la faculté qu'a un analyste de diffuser des rapports lorsque le courtier a un intérêt dans la réussite d'un placement ou d'une autre opération. Il devrait être observé que les règles devraient être réputées s'appliquer dans le cadre du déroulement du placement et les analystes ne devraient pas diffuser des documents de recherche, sauf s'ils sont autorisés par les règles, jusqu'à ce que les restrictions aient été levées. La CVMO et SRM sont conscientes du fait que les restrictions peuvent diminuer la quantité d'information disponible aux épargnants. Toutefois, elles estiment que ceci se justifie dans les circonstances lorsqu'il existe un incitatif en vue de manipuler le cours d'un titre.

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		accordée aux titres émis pourraient éventuellement induire les épargnants en erreur et seraient définitivement d'une valeur limitée. L'auteur du commentaire a suggéré que les courtiers devraient être en mesure d'accorder une priorité accrue aux modifications d'avis concernant le titre émis afin de garantir que les changements soient communiqués clairement.	
29.	Rapports de recherche – restrictions à la diffusion de rapports de recherche 48-501, art. 4.1 RUIM, art. 7.7(6)	Un auteur de commentaire insistait pour que la CVMO envisage d'éviter la réglementation des communications par les courtiers dans le contexte d'un placement public dans le cadre d'une règle traitant de la stabilisation du marché et il a indiqué qu'il serait préférable que les ACVM envisagent d'adopter une optique générale à la réforme des communications par les émetteurs et les courtiers dans le cadre d'un appel public à l'épargne. L'auteur du commentaire a observé que la SEC a récemment proposé des réformes aux règles portant sur les appels publics à l'épargne, y compris des réformes réglementant les communications des courtiers.	La CVMO et SRM désirent harmoniser la réglementation de la diffusion des rapports de recherche à la réglementation américaine, dans la mesure du possible, compte tenu des différences entre les marchés canadiens et américains. Les restrictions à l'égard des rapports de recherche ont été modifiés afin de permettre la diffusion de rapports de recherche portant sur un émetteur unique lorsqu'il s'agit de titres très liquides selon ce qui est exposé au point n° 27 ci-dessus. La CVMO et SRM surveilleront toute modification aux règles de la SEC réglementant les communications des courtiers, et elles peuvent harmoniser les règles à une date ultérieure, le cas échéant. L'article 53 de la Loi interdit la diffusion de documents de recherche dans le cadre d'un placement, puisque ces documents sont réputés constituer une sollicitation en vue de l'achat ou une tentative d'induire l'achat d'un titre. En tant que tel, le renvoi à l'article 53 est nécessaire à l'article 4.1 de la règle de la CVMO.
30.	Rapports de recherche – compilations et recherche sectorielle et émetteurs de titres dispensés 48-501, art. 4.1 et 4.2 UMIR, s.7.7(6)	Un auteur de commentaire a recommandé qu'une dispense à la restriction à la diffusion de rapports de recherche soit incluse relativement à des rapports de recherche diffusés avec régularité raisonnable dans le cours normal des activités mettant en cause des « émetteurs chevronnés », à l'instar des dispositions prévues à la règle 139(a) de la SEC et du règlement dit Regulation M. L'auteur du commentaire a formulé l'avis que l'omission de prévoir une telle dispense placerait les courtiers canadiens à un désavantage dans le cadre d'opérations transfrontalières. L'auteur du commentaire était d'avis que les courtiers passeraient en revue tous les rapports de recherche publiés afin de s'assurer qu'ils donnaient une analyse impartiale plutôt que de promouvoir le succès d'un placement.	La CVMO et SRM estiment qu'un incitatif à la manipulation du cours d'un titre peut exister dans plusieurs situations même lorsque l'émetteur est un « émetteur chevronné » et elles ne croient pas qu'une dispense relative aux « émetteurs chevronnés » soit indiquée. Il devrait être observé que la CVMO et SRM ont apporté des modifications aux restrictions proposées à la diffusion de rapports de recherche en convenant de dispenser des restrictions les rapports de recherche se rapportant aux émetteurs de <i>titres très liquides</i> .
31.	Rapports de recherche – restrictions à la diffusion de rapports de recherche 48-501, art. 4.1 RUIM, al. 7.7(6)	Un auteur de commentaire a demandé si des courtiers soumis à des restrictions seraient autorisés à diffuser des rapports de recherche portant sur un émetteur unique dans le cadre du placement d'un titre qui serait admissible en qualité de <i>titre très liquide</i> . L'auteur du commentaire a également recherché des précisions quant aux communications qui seraient interdites aux termes de l'article 2.1 L'auteur du commentaire s'est demandé, par	Tel qu'il a été observé ci-dessus, la CVMO et SRM ont apporté des modifications aux restrictions proposées à la diffusion de rapports de recherche en dispensant des restrictions les rapports portant sur des <i>titres très liquides</i> . La CVMO et SRM ont pris en ligne de compte les exigences imposées par le Principe directeur n° 11 de l'ACCOVAM. Les règles prévoient des restrictions déterminées concernant les dispositions se rapportant à la faculté qu'a un

N°	Sujet et renvoi	Récapitulatif des commentaires	Réponse de la CVMO et de SRM
		exemple, si un émetteur pourrait publier un rapport portant sur un émetteur unique et faisant état d'un fait nouveau important si le rapport n'avait pas pour effet d'inciter un épargnant à faire l'acquisition d'un titre restreint. L'auteur du commentaire a observé, en outre, que l'application des règles doit être compatible avec le Principe directeur n° 11 de l'ACCOVAM.	analyste de diffuser des rapports lorsque le courtier a un intérêt dans la réussite d'un placement ou d'une autre opération. Il devrait être observé que les règles devraient être réputées s'appliquer dans le cadre des restrictions et les analystes ne devraient pas diffuser des documents de recherche, sauf s'ils sont autorisés par les règles, jusqu'à ce que les restrictions aient été levées.
32.	Recherche 48-501, art. 4.1 Politique 7.7 – article 4	Un commentaire a été reçu qui observait que l'article 4 de la Politique 7.7 des RUIIM énonce que la règle de la CVMO n'autorise pas les courtiers à diffuser des rapports de recherche lorsque le courtier, l'analyste qui suit le titre ou toute autre personne qui représente le courtier a en sa possession des renseignements importants non divulgués. L'auteur du commentaire était d'accord pour dire qu'un analyste de recherche qui avait en sa possession des renseignements importants non divulgués ne devrait pas être en mesure de les utiliser dans le cadre d'un rapport de recherche mais il a observé que les courtiers assujettis à des règles de cloisonnement des renseignements afin de garantir que les renseignements ne sont pas transmis entre des groupes de travail et que la possession de tels renseignements par le courtier ou son représentant ne devraient pas automatiquement empêcher la publication de rapports de recherche. L'auteur du commentaire insistait pour que la politique soit modifiée afin de tenir compte des pratiques des courtiers.	La CVMO et SRM comprennent la préoccupation formulée par l'auteur du commentaire mais sont d'avis qu'aucun document de recherche ne devrait être diffusé lorsqu'un courtier a en sa possession des renseignements importants non divulgués. Toutefois, il devrait être observé que, lorsqu'il existe une indépendance suffisante entre les fonctions et que l'exception prévue au sous-alinéa b) de la définition de <i>courtier soumis à des restrictions</i> s'applique, la personne qui publie le rapport de recherche ne serait pas assujetti à l'article 2.1 de la CVMO et à l'article 53 de la Loi.