

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

TABLE DES MATIÈRES

<u>PARTIE</u>	<u>TITRE</u>	<u>PAGE</u>
PARTIE 1	INTRODUCTION	1
	1.1 Objet	1
PARTIE II	INFORMATION OCCASIONNELLE	1
	2.1 Information occasionnelle	1
	2.2 Confidentialité	2
	2.3 Maintien de la confidentialité	2
PARTIE III	APERÇU DES INTERDICTIONS LÉGISLATIVES DE COMMUNICATION SÉLECTIVE DE L'INFORMATION	3
	3.1 Communication d'information privilégiée et opérations d'initiés	3
	3.2 Personnes visées par les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée	4
	3.3 Cours normal des activités	5
	3.4 Communication d'information dans le cours normal des activités et confidentialité	7
	3.5 Information communiquée au public	8
	3.6 Communication involontaire	10
	3.7 Poursuites administratives	10
PARTIE IV	IMPORTANCE	10
	4.1 Critère d'importance	10
	4.2 Détermination de l'importance	11
	4.3 Exemples d'information importante	11
	4.4 Conjoncture politique, économique et sociale	13
	4.5 Politiques des Bourses	13
PARTIE V	RISQUES LIÉS À CERTAINES COMMUNICATIONS D'INFORMATION	13
	5.1 Séances d'information privées avec des analystes, des investisseurs institutionnels et d'autres professionnels du marché	13
	5.2 Rapports des analystes	14
	5.3 Ententes de confidentialité avec des analystes	15
	5.4 Analystes bénéficiant de « tuyaux »	15
	5.5 Indications concernant les bénéficiaires	15
	5.6 Application de l'Instruction générale n° C-48	16

5.7	L'infraction de communication sélective de l'information peut survenir dans de nombreuses circonstances	17
PARTIE VI	PRATIQUES EXEMPLAIRES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION DE L'INFORMATION	17
6.1	Généralités	17
6.2	Établissement d'une politique d'entreprise en matière de communication	18
6.3	Contrôle et coordination des communications	18
6.4	Examen de certains éléments d'information par le conseil d'administration et le comité de vérification	18
6.5	Autorisation de porte-parole de la société	19
6.6	Règles types de communication de l'information	19
6.7	Conférences téléphoniques avec des analystes et conférences sectorielles	20
6.8	Rapports des analystes	20
6.9	Mise à jour de l'information financière prospective	21
6.10	« Périodes de silence »	21
6.11	Politiques en matière d'opérations d'initiés et périodes d'interdiction totale des opérations	21
6.12	Communications par voie électronique	21
6.13	Forums, babillards et courriel	22
6.14	Rumeurs	22

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

PARTIE I INTRODUCTION

1.1 Objet

- 1) Il est essentiel que toutes les personnes qui achètent des titres aient pareillement accès à l'information qui peut influencer sur leurs décisions en matière de placement. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») se préoccupent de la communication sélective d'information importante, par les sociétés, à des analystes, à des investisseurs institutionnels, à des courtiers et à d'autres professionnels du marché. Il y a communication sélective de l'information lorsqu'une société communique des renseignements importants et confidentiels à une ou plusieurs personnes ou sociétés, et non au public en général. La communication sélective de l'information peut donner aux personnes ou sociétés qui en bénéficient la possibilité de faire des opérations d'initiés. Elle risque aussi de miner la confiance des investisseurs de détail dans les marchés en leur donnant l'impression que les règles du jeu ne sont pas équitables.
- 2) La présente instruction générale donne des directives sur les « pratiques exemplaires » en matière de communication de l'information dans un domaine difficile où la concurrence du monde des affaires et les prescriptions de la loi sont souvent contradictoires. Nos recommandations ne sont pas destinées à être normatives. Nous encourageons les sociétés à adopter les mesures proposées, en les appliquant de manière souple et raisonnable en fonction de leur situation.
- 3) Les obligations d'information occasionnelle et les dispositions interdisant la communication sélective de l'information sont sensiblement identiques dans l'ensemble des provinces et territoires du Canada, mais elles présentent certaines différences. Il est donc conseillé aux sociétés de consulter la législation qui s'applique à elles pour de plus amples détails.

PARTIE II INFORMATION OCCASIONNELLE

2.1 Information occasionnelle

- 1) La loi oblige les sociétés à déclarer immédiatement tout « changement important¹ » dans leurs affaires. Si elles sont à l'origine du changement, celui-ci intervient dès que la décision de le mettre en œuvre a été prise, ce qui peut se produire avant même que le conseil d'administration de la société ait donné son approbation, si la direction de la société estime qu'il le donnera probablement. Les sociétés communiquent les changements importants au public en diffusant et en déposant un communiqué de presse qui en décrit la nature. Elles doivent aussi déposer une déclaration de changement important dès que possible, mais

¹ Selon la législation en valeurs mobilières, un changement important s'entend d'un changement intervenu dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur, s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de celui-ci. Cette définition inclut la décision d'effectuer un tel changement, prise par le conseil d'administration ou la direction générale de l'émetteur, si celle-ci estime que cette décision sera probablement approuvée par le conseil d'administration. La *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec ne définit pas l'expression « changement important » mais dispose que « [d]ès que survient un changement important susceptible d'exercer une influence appréciable sur la valeur ou le cours de ses titres et encore inconnu du public, l'émetteur assujéti établit et diffuse un communiqué de presse en exposant la substance ». Voir aussi l'arrêt *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, dans lequel la Cour suprême a statué qu'un changement dans les résultats de titrage et de forage constituait un changement important dans les éléments d'actif de la société.

en aucun cas plus de dix jours après la date à laquelle le changement s'est produit. La présente instruction générale ne modifie nullement les obligations d'information occasionnelle des sociétés.

- 2) Les annonces de changement important doivent exposer les faits en toute impartialité. Les mauvaises nouvelles doivent être communiquées aussi rapidement et intégralement que les bonnes nouvelles. Les autorités de réglementation pourraient examiner les sociétés qui communiquent les bonnes nouvelles mais dissimulent les mauvaises. Les communiqués de presse des sociétés doivent donner suffisamment de précisions pour permettre aux médias et aux investisseurs de comprendre la substance et l'importance du changement annoncé. Il faut éviter de donner des détails superflus, de faire des déclarations exagérées et d'inclure des observations d'ordre promotionnel.

2.2 Confidentialité

- 1) La législation en valeurs mobilières permet aux sociétés de retarder la communication d'un changement important et de garder l'information provisoirement confidentielle lorsque sa diffusion immédiate porterait inutilement atteinte à leurs intérêts², par exemple en les empêchant de mener une stratégie ou de poursuivre un objectif particuliers, de mener à bien des négociations en cours ou de conclure une transaction. Si le préjudice causé aux affaires d'une société en raison de la diffusion immédiate de l'information l'emporte en gravité sur l'avantage que pourrait en tirer le marché de manière générale, le maintien de la confidentialité peut être justifié. Dans ce cas, la société peut garder le secret, mais elle est tenue de déposer l'information, en toute confidentialité, auprès de la commission des valeurs mobilières³. Dans certains territoires, les sociétés sont tenues de déposer l'information en cause de nouveau tous les 10 jours si elles veulent en préserver la confidentialité.
- 2) Nous déconseillons aux sociétés de retarder la communication de l'information pour une durée prolongée, car il devient de moins en moins probable que l'on puisse en préserver la confidentialité au-delà d'une courte période.

2.3 Maintien de la confidentialité

- 1) Les sociétés qui retardent la diffusion d'information sur un changement important doivent maintenir la confidentialité absolue. Au cours de la période qui précède la communication du changement important, elles doivent suivre de près l'activité boursière sur leurs titres. Toute activité inhabituelle peut être le signe qu'une fuite d'information a eu lieu et que certaines personnes en tirent parti. Si de l'information concernant un changement important confidentiel a transpiré, que des rumeurs se sont répandues à ce sujet ou que le cours de l'action semble s'en ressentir, les sociétés doivent prendre aussitôt des mesures pour communiquer l'intégralité de l'information au public, et notamment demander à la

² Il est également possible de maintenir la confidentialité de l'information dans les cas où le changement important consiste dans la décision de mettre en œuvre un changement prise par la haute direction qui croit probable la confirmation de la décision par le conseil d'administration.

³ La *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec ne prescrit pas de dépôt confidentiel, mais elle dispense les sociétés de communiquer les changements importants si leur haute direction est fondée à croire (i) qu'il en découlerait un préjudice grave et (ii) que personne n'a acheté ni n'achètera de titres sur la base des renseignements encore inconnus du public. Les sociétés sont tenues d'émettre et de déposer un communiqué de presse lorsque les circonstances justifiant le secret ont cessé d'exister.

Bourse sur laquelle leurs titres sont négociés de suspendre les opérations en attendant la diffusion d'un communiqué de presse⁴.

- 2) Les sociétés qui maintiennent le secret sur un changement important ont le devoir de s'assurer qu'aucune personne sachant que le changement a eu lieu ne s'est servi de cette information pour acheter ou vendre de leurs titres. Elles ne doivent communiquer cette information à aucune personne ni société, sauf dans le cours normal des activités.

PARTIE III APERÇU DES INTERDICTIONS LÉGISLATIVES DE COMMUNICATION SÉLECTIVE DE L'INFORMATION

3.1 Communication d'information privilégiée et opérations d'initiés

- 1) La législation en valeurs mobilières dispose que, sauf dans le **cours normal de ses activités**⁵, aucun émetteur assujéti ni aucune personne ou société ayant des **rapports particuliers** avec un émetteur assujéti ne doit informer quiconque d'un « **fait important**⁶ » ou d'un « **changement important** » (ne doit communiquer de l'« **information privilégiée**⁷ », au Québec) avant que cette information importante⁸ n'ait été **communiquée au public**⁹. Autrement dit, il est interdit de donner des « tuyaux ».
- 2) La législation en valeurs mobilières interdit également à quiconque entretient des rapports particuliers avec un émetteur assujéti d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières de l'émetteur assujéti¹⁰, si un fait important ou un changement important concernant cet émetteur a été porté à sa connaissance, mais n'a pas été communiqué au public¹¹. Cette activité interdite est ce que l'on appelle une opération d'initié.

⁴ Voir les politiques en matière d'information occasionnelle de la Bourse de Toronto Inc. (*Policy Statement on Timely Disclosure and Related Guidelines*), de la Bourse de croissance TSX (*Policy 3.3, Timely Disclosure*, partie 8).

⁵ Les lois de la Colombie-Britannique et de l'Alberta utilisent l'expression [traduction] « si cela est nécessaire dans le cours des activités ». La *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec utilise l'expression « dans le cours des affaires ».

⁶ Selon la législation en valeurs mobilières, un « fait important » s'entend, en ce qui concerne des valeurs mobilières qui ont été émises ou dont l'émission est projetée, d'un fait qui a un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur ou dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait cet effet.

⁷ Selon la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, l'expression « information privilégiée » s'entend de « toute information encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable ».

⁸ Les faits importants et les changements importants constituent de l'« information importante ». Dans la présente instruction générale, cette expression désigne à la fois les « faits importants » et les « changements importants ».

⁹ Aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, l'information doit être « connue du public ».

¹⁰ Pour l'application de l'interdiction des opérations d'initiés, les « valeurs mobilières de l'émetteur assujéti » comprennent les valeurs dont le cours varie de façon appréciable en fonction de celui des valeurs mobilières de l'émetteur (voir l'alinéa 76(6)b de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario).

¹¹ L'article 187 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec porte que « [l']initié à l'égard d'un émetteur assujéti qui dispose d'une information privilégiée reliée aux titres de cet émetteur ne peut réaliser aucune opération sur ces titres, sauf dans les cas suivants : 1) il est fondé à croire l'information connue du public ou de l'autre partie; 2) il se prévaut d'un plan automatique de réinvestissement de dividendes, de souscription d'actions ou d'un autre plan automatique établi par l'émetteur assujéti, selon des modalités arrêtées par écrit avant qu'il n'ait eu connaissance de cette information ». L'article 189 étend à d'autres personnes l'interdiction prévue à l'article 187.

- 3) La législation en valeurs mobilières interdit à toute personne ou société qui se propose
 - de faire une offre publique d'achat,
 - de devenir partie à une réorganisation, une fusion, un arrangement ou un regroupement d'entreprises,
 - ou d'acquérir une partie substantielle des biens d'une société,de communiquer à quiconque de l'information importante qui n'a pas été communiquée au public. Cette interdiction connaît une exception dans les cas où l'information importante est donnée « dans le cours normal des activités » pour réaliser l'offre publique d'achat, le regroupement d'entreprises ou l'acquisition.
- 4) À noter que les dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée et les opérations d'initiés s'appliquent tant aux faits importants qu'aux changements importants, tandis que les obligations d'information occasionnelle ne s'appliquent généralement qu'aux changements importants. Autrement dit, aucune société n'est tenue de communiquer les faits importants en permanence. Toutefois, celles qui communiquent des faits importants de façon sélective autrement que dans le cours des affaires commettent une infraction à la législation en valeurs mobilières.

3.2 Personnes visées par les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée

- 1) Les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée s'appliquent à quiconque entretient des « rapports particuliers » avec un émetteur assujetti¹². Les personnes dans cette situation sont notamment :
 - a) les initiés, au sens de la législation en valeurs mobilières;
 - b) les administrateurs, membres de la direction ou salariés;
 - c) toute personne qui entreprend des activités professionnelles ou commerciales au nom de la société;
 - d) quiconque reçoit une information importante d'une personne dont il sait ou aurait raisonnablement dû savoir qu'elle entretenait des rapports particuliers avec la société;
- 2) La définition de « rapports particuliers » est large. La loi interdit non seulement la communication d'information par la haute direction, les préposés aux relations avec les investisseurs et les autres personnes qui communiquent régulièrement avec des analystes, des investisseurs institutionnels et les professionnels du marché, mais aussi, entre autres, la communication d'information non autorisée par des membres du personnel ne faisant pas partie de la direction.
- 3) Les dispositions interdisant la communication d'information privilégiée et les opérations d'initiés visent une « chaîne » de personnes potentiellement infinie.

¹² Au Québec, l'interdiction de communiquer de l'information privilégiée vise les initiés et les personnes énumérées à l'article 189 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. La Loi étend l'interdiction à toute personne qui dispose d'une information privilégiée provenant, à sa connaissance, d'un initié à l'égard d'un émetteur, d'une personne du même groupe que celui-ci, d'une personne ayant des liens avec lui, ou de toute autre personne qui dispose d'une information privilégiée à l'occasion des rapports qu'elle entretient avec l'émetteur assujetti et à toute personne qui dispose d'une information privilégiée, qu'elle connaît comme telle.

Les personnes qui reçoivent de l'information privilégiée étant réputées entretenir des rapports particuliers avec l'émetteur assujéti, elles peuvent être le troisième ou le quatrième maillon de la chaîne et tomber sous le coup de ces interdictions.

- 4) Étant donné la portée de la définition de « rapports particuliers », il est important que les sociétés établissent des politiques de communication de l'information et qu'elles désignent clairement les personnes responsables à cet égard.

3.3 Cours normal des activités

- 1) La disposition interdisant la communication sélective de l'information permet aux sociétés de communiquer sélectivement de l'information dans le « cours normal des activités ». La question de savoir si une communication donnée a lieu dans le cours normal des activités est une question de droit et de fait qu'il faut trancher dans chaque cas d'espèce en tenant compte de la volonté du législateur à l'origine de l'interdiction, qui est de garantir l'égalité d'accès de tous les participants du marché à l'information importante et la parité des chances de s'en servir pour réaliser des opérations. L'interdiction des opérations d'initiés et de la communication d'information privilégiée vise à empêcher les personnes disposant d'information importante inconnue du public de faire ou d'aider autrui à faire des opérations au détriment des autres investisseurs.
- 2) Dans la pratique, l'expression « cours normal des activités » reçoit des interprétations divergentes¹³. Nous estimons par conséquent qu'il est nécessaire de donner des directives en la matière. L'exception faite pour les communications dans le « cours normal des activités » a pour objet d'éviter que les activités courantes des entreprises ne soient indûment entravées. De manière générale, l'exception viserait les communications avec :
 - a) les vendeurs, les fournisseurs ou les partenaires stratégiques, en ce qui concerne les contrats de recherche et développement, de vente, de commercialisation et d'approvisionnement;
 - b) les salariés, les membres de la direction et les membres du conseil d'administration;
 - c) les bailleurs de fonds, conseillers juridiques, vérificateurs, placeurs et conseillers financiers ou autres conseillers professionnels;
 - d) les parties à des négociations;
 - e) les syndicats et les associations industrielles;
 - f) les organismes d'État et les organismes de réglementation non gouvernementaux;
 - g) les agences de notation (à condition que l'information leur soit communiquée pour les aider à attribuer une note et que les notes de l'agence de notation soient, en règle générale, portées à la connaissance du public).
- 3) La législation en valeurs mobilières interdit à toute personne ou société qui se propose de faire une offre publique d'achat, de devenir partie à une

¹³ Voir l'affaire *Re Royal Trustco Ltd. et al. and Ontario Securities Commission* (1983), 42. O.R. (2d) 147 (C.div.), conf. (1981), 2 OSCB 322C, dans laquelle deux membres de la direction étaient accusés d'avoir révélé à un actionnaire important, dans des circonstances hors du « cours normal des activités », certains faits importants relatifs aux affaires de Royal Trustco qui n'avaient pas été portés à l'attention du public, notamment : i) qu'environ 60 % des actions de Royal Trustco étaient détenues par des personnes ou des sociétés dont les membres de la direction savaient ou avaient des motifs de croire qu'elles ne déposeraient pas leurs actions en réponse à une offre publique d'achat; et ii) que la direction de Royal Trustco allait recommander au conseil d'administration d'augmenter les dividendes payables sur les actions de la société. La cour a statué que l'information communiquée tombait dans la catégorie des faits importants et que ces faits n'avaient pas été communiqués à l'actionnaire en cause dans le « cours normal des activités » de Royal Trustco.

réorganisation, une fusion, un arrangement ou un regroupement d'entreprises analogue ou d'acquérir une partie substantielle des biens d'une société de communiquer à quiconque de l'information importante qui n'a pas été communiquée au public. Cette interdiction connaît une exception dans les cas où l'information importante est donnée « dans le cours normal des activités » pour réaliser ces opérations.

- 4) L'information communiquée par une société dans le cadre d'un placement privé peut être communiquée « dans le cours normal des activités », et ce, pour permettre aux sociétés de réunir des fonds. Il est important que les sociétés puissent se financer. Nous reconnaissons que la communication d'éléments d'information importante entre les parties à un placement privé est nécessaire pour réaliser l'opération¹⁴. Dans certains cas, la communication d'information aux actionnaires contrôlants peut aussi être considérée comme étant faite « dans le cours normal des activités »¹⁵. Nous estimons néanmoins que, dans ces cas, l'information importante fournie aux parties et aux actionnaires contrôlants doit être communiquée au public dès que possible.
- 5) L'exception faite pour les communications dans le « cours normal des activités » ne permet pas aux sociétés de communiquer sélectivement de l'information importante sur leurs activités aux analystes, aux investisseurs institutionnels ou aux autres professionnels du marché¹⁶.
- 6) Un analyste peut être « invité » à titre de conseiller dans le cadre d'une opération particulière visant un émetteur assujéti sur lequel il publierait normalement des recherches. Il a dès lors des rapports particuliers avec l'émetteur et doit respecter les interdictions de communication d'information privilégiée et d'opérations d'initiés. En d'autres termes, il lui est interdit de communiquer à

¹⁴ La législation en valeurs mobilières prévoit une dispense de l'interdiction des opérations d'initiés et de la communication sélective de l'information dans les cas où la personne ou société qui fait des opérations sur la base d'information importante et inconnue du public peut prouver qu'elle avait des motifs raisonnables de croire que l'autre partie avait connaissance de l'information. Aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, la personne ou société doit être fondée à croire l'information connue de l'autre partie.

¹⁵ Par exemple, une société peut avoir besoin d'échanger de l'information stratégique délicate avec un actionnaire contrôlant lorsqu'elle dresse ses états financiers consolidés.

¹⁶ Voir l'affaire *In the Matter of Gary George* (1999), 22 OSCB 717, dans laquelle la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a abordé en *obiter* la question de la communication sélective d'information à un analyste par le président et chef de la direction d'un émetteur, et de la communication subséquente de cette information par l'analyste aux membres de sa firme. Nous souscrivons aux principes énoncés par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario :

[Traduction]

Il semblerait que certains membres de la direction d'entreprise accordent plus d'importance au maintien de bonnes relations avec les analystes qu'à l'égalité d'accès des actionnaires à l'information importante. Que l'on ait cru que l'analyste allait publier un rapport sur l'émetteur qui allait entraîner une surévaluation des actions de celui-ci ne justifierait aucunement que le président communique l'information à l'analyste au lieu de la diffuser dans le public. Si l'information était suffisamment importante pour amener l'analyste à modifier ses prévisions, elle aurait dû être diffusée dans le public. De manière générale, nous estimons que les discussions privées entre un membre de la direction d'un émetteur assujéti et un analyste sont la source de nombreuses difficultés.

Voir également l'affaire *Air Canada*, dans laquelle des salariés avaient communiqué à treize analystes qui suivaient la société, mais non au marché en général, de l'information sur le bénéfice par action au troisième trimestre, ainsi que des prévisions révisées. Dans l'*Excerpt from the Settlement Hearing Containing the Oral Reasons for Decision*, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a déclaré ce qui suit :

[Traduction]

Les communications des sociétés avec des analystes ne bénéficient d'aucune exception. Il faut donc se garder de communiquer de façon sélective aux analystes de l'information importante qui exercera une influence appréciable sur le cours de l'action ou dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle exerce une telle influence.

quiconque l'information importante et inconnue du public qui est portée à son attention à titre de conseiller, et notamment de publier des recommandations ou des rapports de recherche¹⁷.

- 7) Nous faisons une distinction entre la communication d'information aux agences de notation, qui est généralement réputée faite dans le « cours normal des activités », et la communication d'information aux analystes, qui ne l'est pas. Cette distinction repose sur la nature des activités des agences et des analystes et sur l'utilisation qu'ils font de l'information. Les notes données par les agences de notation sont confidentielles, c'est-à-dire qu'elles ne sont fournies qu'à la société qui en fait la demande, ou elles s'adressent au public en général. L'objectif est de faire en sorte que les notes soient, de façon générale, diffusées le plus largement possible¹⁸. En revanche, les rapports des analystes sont avant tout destinés aux clients de leur firme. Par ailleurs, les agences de notation ne font pas le commerce des titres qu'elles notent. Les courtiers qui achètent, vendent et placent des titres ou qui offrent des conseils en matière de placement emploient souvent des analystes. Qui plus est, la législation en valeurs mobilières prescrit les notes dans certaines situations¹⁹. Par conséquent, contrairement aux rapports des analystes, les notes font partie de la législation en valeurs mobilières des provinces.
- 8) Dans leurs communications avec les médias, les sociétés doivent se garder de communiquer de façon sélective de l'information importante qui n'est pas encore connue du public. L'exception pour communication dans le « cours normal des activités » ne leur permet pas de le faire. Cela dit, nous ne recommandons nullement aux sociétés de ne plus communiquer avec les médias. Ceux-ci ont en effet un rôle important à jouer pour informer le marché.

3.4 Communication d'information dans le cours normal des activités et confidentialité

- 1) Les sociétés qui communiquent de l'information importante en vertu de l'exception pour communication dans le « cours normal des activités » doivent s'assurer que les personnes qui reçoivent l'information comprennent bien qu'elles ne peuvent ni la transmettre à d'autres personnes (si ce n'est dans le cours normal des activités) ni s'en servir pour faire des opérations avant qu'elle ne soit communiquée au public.
- 2) Nous comprenons que les sociétés communiquent parfois de l'information importante en vertu d'ententes de confidentialité qui empêchent le destinataire de communiquer à son tour l'information. La conclusion de telles ententes constitue une bonne pratique pour protéger la confidentialité de l'information. Toutefois, l'interdiction de la communication d'information privilégiée ne souffre aucune exception pour l'information communiquée en vertu de ces ententes. La seule exception concerne l'information communiquée dans le « cours normal des

¹⁷ Les parties à une opération à laquelle un analyste est « invité » doivent être conscientes que cette pratique peut comporter des risques et être révélatrice d'un fait nouveau significatif concernant l'émetteur.

¹⁸ Ces arguments sont similaires aux motifs invoqués par la SEC pour exclure les agences de notation de l'application de la *Regulation FD*. Comme la SEC l'indique à l'alinéa II.B.1.a de l'avis de mise en œuvre, [traduction] « les agences de notation [...] ont une mission d'information du public; l'objectif et le résultat de la notation est de diffuser largement les notes attribuées. »

¹⁹ Par exemple, certaines conditions d'admissibilité prévues par la Norme canadienne 44-101, *Placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* permettent aux émetteurs ne disposant pas du flottant requis d'émettre des titres de créance non convertibles, des actions privilégiées non convertibles et des instruments dérivés réglés en espèces ayant reçu une « note approuvée ».

activités ». Par conséquent, avant de communiquer de l'information en vertu d'une entente de confidentialité, il faut s'assurer que la communication est bien faite dans le « cours normal des activités ».

3.5 Information communiquée au public

- 1) Les dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée n'obligent pas les sociétés à communiquer toute leur information importante au marché²⁰. Elles leur interdisent plutôt de communiquer à quiconque de l'information importante et inconnue du public (sauf dans le « cours normal des activités ») avant de la communiquer à tous les participants du marché.
- 2) La législation en valeurs mobilières ne définit pas l'expression « communiquée au public », mais les tribunaux qui se sont prononcés sur des opérations d'initiés ont statué que l'information a été communiquée au public si :
 - a) elle a été diffusée de façon à atteindre les participants du marché;
 - b) les investisseurs ont disposé d'un délai raisonnable pour l'analyser²¹.
- 3) Sauf en ce qui concerne les « changements importants », qui doivent être annoncés au moyen d'un communiqué de presse, la législation en valeurs mobilières n'exige l'utilisation d'aucune méthode en particulier pour satisfaire à l'exigence de communication au public. Pour déterminer si l'information a été communiquée au public, nous prendrons en considération toutes les circonstances et tous les faits pertinents, notamment les méthodes que la société emploie habituellement pour diffuser l'information et l'ampleur du suivi dont elle fait l'objet de la part des investisseurs et de la communauté financière. Nous reconnaissons que l'efficacité des méthodes varie selon les émetteurs, mais, quelle que soit la méthode employée, nous recommandons aux sociétés d'adopter des pratiques uniformes²².
- 4) Les sociétés peuvent remplir l'exigence de communication au public prévue par la disposition qui interdit la communication d'information privilégiée en se servant de l'une des méthodes de diffusion ci-après ou d'une combinaison de ces méthodes :
 - a) des communiqués de presse diffusés par un service de presse ou une agence de transmission à grande diffusion²³;

²⁰ Voir cependant l'article 2.1 en ce qui concerne les obligations de l'émetteur en matière d'information occasionnelle.

²¹ *Green v. Charterhouse Group Can. Ltd.* (1976), 12 O.R. (2d) 280. *In the Matter of Harold P. Connor et al.* (1976) Volume II OSCB 149. La jurisprudence ne fixe pas de règle pour déterminer le délai raisonnable dont les investisseurs doivent disposer pour analyser l'information. Sa durée dépendra de plusieurs facteurs, notamment des circonstances de l'événement, de la nature et de la complexité de l'information, de la nature du marché sur lequel les titres de la société sont négociés et de la manière dont l'information a été diffusée. Nous reconnaissons que la jurisprudence est désuète à cet égard et que, si les tribunaux devaient se prononcer à nouveau sur la question, ils ne trouveraient peut-être pas les paramètres existants parfaitement adaptés à la technologie moderne.

²² Un changement soudain dans la méthode de communication de l'information importante au public peut, dans certaines circonstances, inciter les autorités de réglementation à faire enquête (exemple : un émetteur qui diffuse sur Internet de mauvais résultats trimestriels à la dernière minute et sans préavis, alors qu'il publie généralement de bons résultats avant d'en publier une analyse).

²³ Nous encourageons les sociétés à déposer leurs communiqués de presse dans SEDAR. Toutefois, ce genre de dépôt ne saurait être assimilé à une communication au public.

- b) des annonces faites dans le cadre de conférences de presse ou de conférences téléphoniques auxquelles les intéressés peuvent assister en personne, par téléphone ou par transmission électronique (y compris Internet). Il est nécessaire que les sociétés en avisent adéquatement le public au moyen d'un communiqué de presse²⁴ indiquant la date et l'heure de la conférence, donnant une description générale de l'ordre du jour et expliquant comment on peut y assister²⁵. L'avis doit aussi indiquer si une transcription ou un enregistrement de la conférence téléphonique sera mis à la disposition du public sur le site Web de la société, et pendant combien de temps.
- 5) Nous n'ignorons pas que bon nombre de sociétés estiment qu'il est préférable de diffuser l'information au moyen de communiqués de presse pour satisfaire l'exigence de communication au public. À l'article 6.6, nous recommandons un ensemble de « pratiques exemplaires » axées sur la diffusion de l'information importante au moyen de la publication d'un communiqué de presse, suivie par un appel conférence ouvert et accessible pour discuter du contenu du communiqué. Nous estimons toutefois que d'autres méthodes peuvent être tout aussi indiquées. Il est important que les sociétés puissent élaborer une méthode de communication qui soit adaptée à leur situation et leur permette de diffuser l'information importante de façon à atteindre les participants du marché.
- 6) Le simple fait d'afficher de l'information sur le site Web de la société n'est pas suffisant pour remplir l'exigence de communication au public. L'accès à Internet n'est pas encore suffisamment répandu pour que l'affichage d'information sur un site Web soit une « façon de joindre les participants du marché ». De plus, pour être efficace, la diffusion de l'information dans le marché doit être active. Malgré le fait que le site Web de certains émetteurs est capable de prévenir les intéressés dès qu'un nouveau document est affiché, dans l'ensemble, les sites Web ne communiquent pas l'information activement au marché. Au contraire, les investisseurs doivent faire l'effort de se rendre sur le site Web de la société en cause pour obtenir l'information. Or il est essentiel de diffuser l'information activement et efficacement pour remplir l'exigence de « communication au public ».
- 7) Nous encourageons les sociétés à utiliser la technologie pour communiquer l'information. Nous estimons que les sites Web peuvent être utiles pour améliorer les communications sur les marchés. À mesure que la technologie évoluera et que les investisseurs intensifieront leur utilisation d'Internet, il se peut que le seul affichage sur le site Web de certaines sociétés permette de remplir l'exigence de communication au public. Le moment venu, nous réviserons la présente instruction générale et nos recommandations en la matière. En attendant, nous encourageons vivement les sociétés à utiliser leur site Web pour améliorer l'accès des investisseurs à l'information les concernant²⁶.

²⁴ Cette suggestion s'inspire des recommandations formulées par la Securities and Exchange Commission (SEC) dans l'avis d'adoption de la *Regulation FD*.

²⁵ Par exemple, le site Web peut contenir un lien permettant de télécharger le logiciel nécessaire pour assister à la diffusion de la conférence sur Internet.

²⁶ Voir aussi les directives de la Bourse de Toronto Inc. en matière de communication de l'information par voie électronique (*Electronic Communications Disclosure Guidelines*).

3.6 Communication involontaire

La législation en valeurs mobilières ne prévoit aucune disposition d'exonération qui permette aux sociétés de corriger une communication sélective mais involontaire d'information importante. Les sociétés dans cette situation doivent immédiatement prendre des mesures pour diffuser l'information dans son intégralité, et notamment demander à la Bourse de valeurs pertinente de suspendre les opérations en attendant la diffusion d'un communiqué de presse. En attendant la diffusion de l'information importante, ces sociétés devraient également dire aux parties qui ont connaissance de l'information que celle-ci est importante et inconnue du public.

3.7 Poursuites administratives

- 1) Nous pourrions tenir compte de plusieurs facteurs atténuants dans les poursuites relatives à la communication sélective de l'information, notamment :
 - a) La société a-t-elle mis en œuvre, maintenu et suivi des règles et procédures raisonnables pour empêcher toute contravention aux dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée?
 - b) La communication sélective de l'information était-elle involontaire?
 - c) Quelles démarches la société a-t-elle entreprises pour diffuser l'information qui a été communiquée involontairement? L'information a-t-elle été diffusée rapidement?

Si le dossier de communication d'une société révèle une tendance à communiquer « involontairement » de l'information de manière sélective, il risque de lui être difficile d'établir qu'une communication en particulier était vraiment involontaire.

- 2) La présente instruction générale ne limite en rien notre pouvoir de demander de l'information à l'égard d'une infraction présumée aux dispositions qui interdisent la communication sélective de l'information ou d'intenter des poursuites pour violation des dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée.

PARTIE IV IMPORTANCE

4.1 Critère d'importance

- 1) Les définitions de « fait important » et de « changement important » de la législation en valeurs mobilières reposent sur un critère d'incidence sur le marché. La définition d'« information privilégiée » prévue à la disposition interdisant la communication d'information privilégiée dans la législation en valeurs mobilières du Québec, utilise quant à elle le critère de l'investisseur raisonnable. Dans la pratique cependant, malgré ces différences, les deux critères d'importance semblent devoir converger dans la plupart des cas.
- 2) La définition de « fait important » comporte un critère de détermination de l'importance à deux volets. Un fait est important i) lorsqu'il a un effet significatif

sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur ou ii) qu'il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait cet effet²⁷.

4.2 Détermination de l'importance

- 1) Lorsque l'on détermine l'importance, on doit tenir compte d'un certain nombre de facteurs, dont la nature de l'information, la volatilité des titres de la société et la conjoncture du marché, qui ne peuvent être saisis par un critère unique et absolu. L'importance peut varier d'une société à l'autre en fonction de la taille de l'entreprise, de la nature de ses activités et de bien d'autres facteurs. Un fait « significatif » ou « majeur » pour une petite entreprise ne le sera peut-être pas pour une société plus importante. Les sociétés doivent donc se garder d'utiliser une méthode trop stricte pour déterminer l'importance²⁸. Lorsque le marché est fébrile, des variations apparemment insignifiantes entre les prévisions de bénéfices et les résultats réels peuvent, à la publication de ces derniers, avoir une incidence appréciable sur le cours de l'action. Par exemple, les sociétés ne doivent pas communiquer sélectivement de l'information sur leur capacité d'obtenir les bénéfices publiés qui font l'objet d'un consensus parmi les analystes en valeurs mobilières²⁹, avant de la diffuser dans le public.
- 2) Nous encourageons les sociétés à observer comment le marché réagit à la publication de l'information. Le suivi et l'évaluation permanents des réactions du marché à différentes communications d'information les aideront à déterminer ce qui est important. En cas de doute quant à l'importance d'une d'information donnée, nous conseillons aux sociétés de pécher par excès de prudence, de déterminer qu'elle est importante et de la rendre publique³⁰.

4.3 Exemples d'information importante

Voici des exemples d'événements ou d'éléments d'information pouvant être importants. La liste n'étant pas exhaustive, les sociétés sont invitées à déterminer l'importance en fonction de leur situation.

Modifications de la structure de la société

- modifications de l'actionnariat susceptibles d'influer sur le contrôle de la société;
- réorganisations importantes, regroupements, fusions;

²⁷ L'article 13 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec prévoit que le prospectus doit révéler « tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres qui font l'objet du placement ».

²⁸ Voir également l'affaire *Re Royal Trustco Ltd. et al. and Ontario Securities Commission* (1983), 42 O.R. (2d) 147 (C.div.), conf. (1981), 2 OSCB 322C, dans laquelle la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a refusé d'accorder une dispense à deux membres de la haute direction de Royal Trustco qui avaient révélé aux membres de la direction d'une banque à charte canadienne que certains actionnaires de Royal Trustco n'avaient pas l'intention de déposer leurs actions en réponse à une offre publique d'achat hostile de Campeau Corporation. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a statué que cette information était une communication illégale d'information privilégiée. En appel, la Cour divisionnaire a indiqué qu'il ne fallait pas interpréter le terme « fait » de façon trop critique et que l'« information » selon laquelle les actionnaires n'avaient pas l'intention de déposer leurs titres en réponse à l'offre publique d'achat hostile de Campeau Corporation [traduction] « était suffisamment factuelle ou constituait une modification suffisante de la situation pour être un "changement" important, pour être visée par [la disposition interdisant la communication d'information privilégiée] ».

²⁹ La fourchette de prévisions de bénéfices publiée par les analystes qui suivent une société.

³⁰ Voir aussi Institut canadien de relations avec les investisseurs (CIRI), *Model Disclosure Policy* (février 2001). Dans ses notes explicatives, le CIRI fait remarquer que [traduction] « de toute évidence, la détermination de l'importance de l'information est un domaine dans lequel le bon sens et l'expérience sont déterminants. Dans les cas limites, il vaut probablement mieux juger l'information importante et la rendre publique en utilisant un moyen de diffusion à grande échelle. De la même manière, si les membres de la direction d'une société doivent délibérer trop longtemps pour déterminer si l'information est importante, ils seraient bien avisés de pécher par excès de prudence, de décider qu'elle l'est et de la rendre publique ».

- offres publiques d'achat, offres publiques de rachat ou offres publique d'achat ou d'échange par un initié.

Modifications de la structure du capital

- placement public ou privé de nouveaux titres;
- remboursements ou rachats planifiés de titres;
- fractionnements d'actions planifiés ou placements de bons de souscription ou de droits d'achat d'actions;
- regroupements ou échanges d'actions ou dividendes;
- modifications des dividendes versés par la société ou des politiques de celle-ci en la matière;
- possibilité d'une course aux procurations;
- modifications importantes des droits des porteurs de titres.

Variations des résultats financiers

- augmentation ou diminution significative des bénéfices prévus à court terme;
- variations inattendues des résultats financiers, et ce, pour toute période;
- variations de la situation financière, par exemple réduction des flux de trésorerie et radiation ou réduction de la valeur d'éléments d'actif importants;
- modifications de la valeur ou de la composition de l'actif de la société;
- modifications importantes des méthodes comptables de la société.

Changements dans l'activité et l'exploitation

- événements ayant une incidence sur les ressources, la technologie, les produits ou les débouchés de la société;
- modifications significatives des plans d'investissement ou des objectifs de la société;
- conflits de travail importants ou différends avec des entrepreneurs ou des fournisseurs importants;
- nouveaux contrats, produits, brevets ou services importants ou perte d'activités ou de contrats importants;
- découvertes importantes par des sociétés du secteur primaire;
- changements au sein du conseil d'administration ou de la haute direction, y compris le départ du chef de la direction, du directeur financier, du directeur de l'exploitation ou du président (ou de personnes occupant des postes analogues);
- déclenchement ou événements nouveaux concernant des litiges importants ou des questions de réglementation;
- renoncement aux règles de déontologie de la société pour les membres de la direction et d'autres membres du personnel clé;
- avis indiquant qu'il n'est plus permis de se fier sur une vérification antérieure;
- radiation de la cote des titres de la société ou inscription des titres à la cote d'une autre Bourse ou d'un autre système de cotation.

Acquisitions et cessions

- acquisitions ou cessions significatives d'éléments d'actif, de biens ou de participations dans des coentreprises;
- acquisitions d'autres sociétés, y compris toute offre publique d'achat visant une autre société ou une fusion avec une autre société.

Modifications d'ententes de crédit

- emprunt ou prêt d'une somme importante;
- constitution de prêts hypothécaires ou de sûretés sur l'actif de la société;

- défaut de remboursement d'un emprunt, conclusions d'ententes de réaménagement de la dette ou procédures intentées par des banques ou d'autres créanciers;
- modifications des décisions des agences de notation;
- nouvelles ententes de crédit significatives.

4.4 Conjoncture politique, économique et sociale

En règle générale, les sociétés ne sont pas tenues d'interpréter l'incidence de la conjoncture politique, économique ou sociale sur leurs affaires. Toutefois, si des faits de cette nature ont eu ou peuvent avoir un effet direct sur leur activité et leurs affaires, qui est à la fois important et différent de ce que les sociétés du même secteur d'activité peuvent ressentir, elles doivent expliquer, dans la mesure du possible, l'incidence que cela a pu avoir sur elles. Par exemple, il n'est pas nécessaire d'annoncer l'incidence du changement d'une politique gouvernementale qui touche la plupart des sociétés d'un secteur d'activité donné, mais si ce changement ne produit d'effet important que sur une seule société ou quelques sociétés, celles-ci doivent l'annoncer.

4.5 Politiques des Bourses

- 1) La Bourse de Toronto Inc. et la Bourse de croissance TSX ont adopté des politiques en matière d'information occasionnelle qui contiennent plusieurs exemples d'événements ou d'information pouvant constituer de l'information importante. Les sociétés sont invitées à se reporter également à ces politiques lorsqu'elles évaluent l'importance d'un fait, d'un changement ou d'un élément d'information donné.
- 2) Les politiques de la Bourse de Toronto Inc. et de la Bourse de croissance TSX exigent la communication occasionnelle d'« information importante », expression qui recouvre les faits importants et les changements importants intervenus dans l'activité et les affaires d'une société. Les exigences des Bourses en la matière sont plus rigoureuses que celles de la législation en valeurs mobilières³¹. Il n'est ni inhabituel ni inapproprié que les Bourses imposent de telles exigences aux sociétés inscrites, et nous nous attendons à ce que ces dernières s'y conforment. Les sociétés qui ne respectent pas les exigences de la Bourse à laquelle elles sont inscrites sont passibles de poursuites administratives devant l'autorité de réglementation des valeurs mobilières³².

PARTIE V RISQUES LIÉS À CERTAINES COMMUNICATIONS D'INFORMATION

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

- 1) Grâce à leurs recherches, analyses, interprétations et recommandations, les analystes peuvent contribuer à améliorer le fonctionnement des marchés. Les

³¹ Par exemple, la législation en valeurs mobilières prévoit que les Bourses reconnues peuvent imposer des exigences supplémentaires relativement aux sujets qui relèvent de leur compétence.

³² Voir l'affaire Air Canada, ci-dessus, note 16. En l'espèce, les parties au règlement ont convenu qu'en communiquant les bénéfices aux treize analystes et non pas au public en général, la société avait enfreint les stipulations du *Toronto Stock Exchange Company Manual* (le manuel de la Bourse de Toronto) et, par conséquent, agi contrairement à l'intérêt du public. Dans l'*Excerpt from the Settlement Hearing Containing the Oral Reasons for Decision*, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a déclaré ce qui suit : [traduction] « Nous estimons que la confiance dans les marchés financiers sera renforcée si l'on sait que la loi prescrit la communication rapide de toute information importante et que les sociétés raisonnables se conforment à cette exigence, conformément à la convention d'inscription qu'elles ont signée avec la Bourse de Toronto et aux exigences en la matière. »

sociétés doivent toutefois être conscientes des risques que comportent les réunions privées avec ces personnes. Nous n'entendons nullement demander aux sociétés d'arrêter de se réunir en privé avec des analystes, ni laisser entendre que ces séances sont illégales. Les sociétés doivent s'en tenir strictement à fournir aux analystes de l'information non importante ou connue du public.

- 2) Les sociétés ne doivent pas communiquer sélectivement aux analystes, investisseurs institutionnels ou autres professionnels, plutôt qu'au marché dans son ensemble, de l'information financière importante comme leur chiffre d'affaires et les profits. Les prévisions de résultats font partie de cette catégorie. Ces contraintes laissent aux sociétés une marge de manœuvre amplement suffisante pour discuter utilement avec les analystes et d'autres parties intéressées de leurs perspectives, du contexte commercial, de leur philosophie de la gestion et de leur stratégie à long terme.
- 3) Pour éviter la communication sélective de l'information, les sociétés peuvent aussi inclure dans leurs communications d'information périodiques des précisions sur les sujets qui intéressent les analystes. Elles peuvent par exemple augmenter la portée de leur rapport de gestion intermédiaire (anciennement désigné « analyse trimestrielle par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation »). Un rapport complet présente des avantages d'ordre pratique, qui se traduisent notamment par l'augmentation du nombre d'analystes qui suivent l'entreprise, des prévisions plus précises, nécessitant moins de révisions, une fourchette de prévisions plus serrée et un intérêt accru de la part des investisseurs.
- 4) Les sociétés ne peuvent pas rendre insignifiante de l'information importante en la fractionnant en éléments apparemment sans importance. En revanche, il ne leur est pas interdit de communiquer de l'information non importante à des analystes même si ces derniers réussissent, en combinant différents éléments, à en tirer de l'information importante et inconnue du public à leur sujet³³.

5.2 Rapports des analystes

- 1) Il n'est pas rare que les analystes demandent aux membres de la direction des sociétés d'examiner leurs estimations de bénéfices. Les sociétés risquent fort de contrevenir à la législation en valeurs mobilières si elles indiquent de façon sélective à un analyste que ses prévisions sont justes, « trop hautes » ou « trop basses », soit directement, soit indirectement en donnant des « indications » implicites³⁴.
- 2) Même lorsqu'elles confirment sélectivement la validité d'information déjà connue du public, les sociétés doivent se demander si, ce faisant, elles ne communiquent pas d'information supplémentaire qui pourrait être importante. La réponse à cette question peut dépendre en grande partie du délai écoulé entre la déclaration originale et la confirmation, ainsi que du moment des deux déclarations par rapport à la clôture de l'exercice de la société. Ainsi, la confirmation sélective, vers la fin du trimestre, des bénéfices prévus constituera probablement une indication (car elle peut fort bien reposer sur les résultats réels

³³ Voir aussi l'avis d'adoption de la *Regulation FD* de la SEC.

³⁴ Cette position suit celle que la SEC a formulée dans l'avis d'adoption de la *Regulation FD* et celle dont l'Australian Securities and Investment Commission fait état dans sa note d'orientation *Better Disclosure for Investors* (www.asic.gov.au).

de la société). L'importance d'une confirmation peut aussi être fonction de faits nouveaux³⁵.

- 3) Les sociétés peuvent notamment s'assurer que les estimations des analystes sont conformes à leurs attentes en diffusant de l'information qualitative et quantitative dans le public régulièrement et en temps opportun. Mieux le marché est informé, moins les estimations des analystes risquent de s'écarter des attentes des sociétés.
- 4) Les sociétés qui redistribuent des rapports d'analystes à des tiers peuvent donner l'impression qu'elles en approuvent le contenu. Elles doivent se garder de redistribuer de tels rapports à leurs salariés ou à des tiers³⁶. Celles qui affichent sur le site Web ou publient d'une autre façon le nom des analystes qui suivent leurs activités, voire les recommandations de ces derniers, doivent également afficher ou publier le nom et les recommandations de tous les analystes qui suivent leurs activités.

5.3 Ententes de confidentialité avec des analystes

Nous reconnaissons qu'il peut être prudent de conclure des ententes de confidentialité pour protéger l'information importante, mais les dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée ne font aucune exception pour l'information communiquée à des analystes en vertu de telles ententes³⁷. Toute société qui communique à un analyste de l'information importante et inconnue du public contrevient à l'interdiction, qu'elle le fasse en vertu d'une telle entente ou non (sauf dans le cours normal de ses activités). Les analystes qui participent à des séances d'information préalables privées sont avantagés. Ils ont plus de temps pour se préparer et peuvent donc informer les membres et les clients de leur firme avant les personnes qui n'ont pas eu accès à l'information.

5.4 Analystes bénéficiant de « tuyaux »

- 1) Les analystes, investisseurs institutionnels, courtiers et autres professionnels du marché qui reçoivent de l'information importante et inconnue du public bénéficient de « tuyaux ». La loi interdit à ces personnes d'utiliser cette information pour réaliser des opérations ou de la communiquer à quiconque, sauf dans le cours normal de leurs activités.
- 2) Nous recommandons aux analystes, aux investisseurs institutionnels et aux autres professionnels du marché d'adopter des procédures d'examen interne leur permettant de détecter les situations dans lesquelles ils ont pu recevoir de l'information importante et inconnue du public, et d'établir des lignes directrices pour faire face à ces situations.

5.5 Indications concernant les bénéficiaires

- 1) Certaines sociétés ont commencé à diffuser volontairement, au moyen de communiqués de presse et sur leur site Web, leurs propres « perspectives

³⁵ Ces directives sur l'importance d'une confirmation s'inspirent des notes d'interprétation du personnel de la SEC à propos de la *Regulation FD*.

³⁶ Les sociétés doivent également se garder de redistribuer les bulletins d'information de tiers contenant des indications concernant les bénéficiaires.

³⁷ En revanche, la *Regulation FD* permet à un émetteur de communiquer de l'information importante et inconnue du public à un analyste, si celui-ci s'engage auprès de l'émetteur à ne la communiquer à personne.

financières », lesquelles contiennent généralement des prévisions de résultats, de bénéfice net, de bénéfice par action et de frais de recherche et de développement³⁸. Les sociétés doivent s'assurer que leurs déclarations sont fondées et qu'elles sont accompagnées des mises en garde de rigueur, notamment en ce qui concerne les risques.

- 2) L'information financière prospective peut être trompeuse lorsqu'elle est trop optimiste ou ambitieuse, qu'elle manque d'objectivité ou qu'elle est dépourvue d'explications adéquates. Le risque est particulièrement élevé pour les sociétés qui n'exercent pas leurs activités depuis longtemps ou qui n'ont qu'un nombre limité de sources pour corroborer leurs hypothèses.
- 3) Nous recommandons fortement que toute communication volontaire d'information financière prospective (que ce soit par voie orale ou écrite) soit assortie :
 - a) d'une déclaration portant que l'information est prospective;
 - b) d'une indication des facteurs qui pourraient entraîner une différence notable entre les résultats réels et l'information financière prospective;
 - c) d'une description des facteurs ou hypothèses importants qui ont servi à formuler l'information financière prospective³⁹;

Des indications claires et complètes à ce sujet réduisent de beaucoup le risque que l'information financière prospective n'induisse le lecteur en erreur. L'information peut comprendre une fourchette de conséquences ou de résultats raisonnablement prévisibles, une analyse de sensibilité et toute autre information qualitative pouvant aider à expliquer les risques.

- 4) Les mises en gardes ne doivent pas être « passe-partout » mais porter sur des questions de fond et correspondre exactement aux estimations ou opinions émises. Par exemple, les prédictions de croissance des bénéfices pourraient être mitigées par une analyse des effets de la perte d'un client important. Les sociétés doivent également déterminer et quantifier les risques. Par exemple, si leurs prédictions de croissance des bénéfices sont fondées sur la mise en marché d'un nouveau produit qui demande l'approbation du gouvernement, elles doivent expliquer certains des obstacles éventuels à son obtention et les conséquences d'un refus, et non se contenter de déclarer que l'approbation est indépendante de leur volonté.

³⁸ Il faut distinguer ce genre de communication volontaire d'information financière prospective du rapport de gestion (anciennement désigné « analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation »). Si ces deux types de communication peuvent contenir des prédictions ou des prévisions, ils se distinguent par la nature des prédictions requises. Le rapport de gestion doit analyser les tendances, engagements, événements et incertitudes connus dont on peut raisonnablement penser qu'ils auront une incidence importante sur votre activité, sur votre situation financière ou sur vos résultats d'exploitation, par exemple une baisse du prix de vos produits, l'érosion de votre part de marché ou la probabilité qu'un contrat important ne sera pas renouvelé. Vous n'êtes pas tenu de donner de prévisions détaillées de produits, de bénéfices ni de pertes à venir, ni aucune autre information de cet ordre. En revanche, la communication volontaire ou facultative d'information financière prospective consiste à donner de telles estimations.

³⁹ Ces recommandations s'inspirent de la disposition d'exonération prévue par le projet de modification législative des ACVM visant à conférer un recours civil aux investisseurs sur le marché secondaire (voir l'avis 53-302 des ACVM, *Proposal for a Statutory Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of « Material Fact » and « Material Change »*).

5.6 Application de l'Instruction générale no C-48⁴⁰

Nous n'entendons pas que l'Instruction générale n° C-48, *Information financière prospective* (l'« IG C-48 ») décourage les communications volontaires d'information financière prospective du genre décrit ci-dessus. Par exemple, il n'est pas nécessaire que l'information financière prospective figurant dans un communiqué de presse soit accompagnée d'un rapport du vérificateur. Nous estimons toutefois que l'IG C-48 contient des indications sur la comparaison avec les résultats réels et les mises à jour, indications qui peuvent aider les sociétés à améliorer la qualité et la clarté de l'information financière prospective qu'elles donnent volontairement. L'IG C-48 et les parties connexes du Manuel de l'ICCA contiennent aussi de l'information utile sur les mises en garde, la description des hypothèses et d'autres questions.

5.7 L'infraction de communication sélective de l'information peut survenir dans de nombreuses circonstances

La communication sélective de l'information se produit le plus souvent lors de discussions privées (tenues par exemple à l'occasion de réunions avec des analystes), de conférences sectorielles et d'autres réunions privées en petit groupe. Mais elle peut aussi survenir dans d'autres circonstances. Par exemple, les sociétés doivent se garder de communiquer de l'information importante et inconnue du public à l'occasion de leur assemblée générale annuelle à moins que tous les membres du public intéressés puissent y assister et qu'elles en aient donné un préavis adéquat au public (comportant une description de l'ordre du jour). Les sociétés peuvent aussi diffuser un communiqué de presse, au plus tard à la date de l'assemblée.

PARTIE VI PRATIQUES EXEMPLAIRES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION DE L'INFORMATION

6.1 Généralités

- 1) Les sociétés peuvent prendre certaines mesures pour se doter de bonnes pratiques de communication de l'information. Celles qui utilisent des « pratiques exemplaires » pour communiquer l'information importante verront leur crédibilité croître auprès des analystes et des investisseurs. Elles contribueront également à rendre les marchés financiers plus efficaces et à renforcer la confiance des investisseurs, tout en réduisant les risques d'infraction à la législation en valeurs mobilières.
- 2) Les mesures recommandées dans la présente instruction générale ne sont pas normatives. Nous n'ignorons pas que nombre de grandes sociétés cotées ont des préposés aux relations avec les investisseurs et qu'elles consacrent des ressources considérables à la communication de l'information, alors que chez les plus petites sociétés, ce rôle est souvent dévolu à certains membres de la haute direction, aux multiples fonctions desquels il vient s'ajouter. Nous encourageons les émetteurs à adopter les mesures suggérées dans la présente instruction générale, en les appliquant de manière souple et raisonnable en fonction de leur situation.

⁴⁰ L'Instruction générale n° C-48 est en cours de remaniement. Voir le projet de Norme canadienne 52-101, *Informations financières prospectives*.

6.2

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

- 1) Établissez une politique écrite de communication de l'information concernant votre société. Ce genre de politique vous indique la marche à suivre pour communiquer l'information et sensibilise les administrateurs, membres de la direction et salariés aux exigences réglementaires. Son élaboration est profitable en elle-même car elle vous oblige à jeter un regard critique sur vos pratiques en matière de communication.
- 2) Concevez une politique facile à mettre en œuvre, soumettez-la pour examen et approbation à votre conseil d'administration et faites-la circuler parmi les membres de la direction et vos salariés. Vous devez également former vos administrateurs, les membres de la direction et ceux de vos salariés susceptibles d'être appelés à prendre des décisions en matière de communication de l'information, de façon à ce qu'ils comprennent la politique et soient en mesure de l'appliquer. Passez votre politique en revue et mettez-la à jour selon les besoins. Attribuez clairement les fonctions d'examen, de mise à jour de la politique et de formation des salariés visés et des membres de la direction au sein de votre société.
- 3) La politique de communication de votre société devrait viser à promouvoir l'uniformité des pratiques visant à communiquer l'information importante à l'ensemble des participants du marché en temps opportun. Toute politique de communication devrait indiquer :
 - a) la façon de déterminer l'importance de l'information;
 - b) la politique d'examen des rapports d'analystes;
 - c) la façon de publier les bénéfices et de mener les conférences téléphoniques ou réunions connexes avec des analystes;
 - d) la façon de mener des réunions avec les investisseurs et les médias;
 - e) les choses à dire et à ne pas dire lors des conférences sectorielles;
 - f) la façon d'utiliser les moyens de communication électroniques et le site Web de la société;
 - g) la politique relative à l'utilisation des prévisions et de l'information financière prospective (y compris des directives concernant la publication des mises à jour);
 - h) les procédures à suivre pour analyser les séances d'information et les discussions avec les analystes, les investisseurs institutionnels et les autres professionnels du marché;
 - i) les mesures à prendre en cas de communication sélective involontaire d'information;
 - j) la façon de répondre aux rumeurs qui circulent dans le marché;
 - k) la politique relative aux interdictions d'opérations;
 - l) la politique relative aux « périodes de silence ».

6.3

Contrôle et coordination des communications

Chargez un comité de membres du personnel de la société ou un membre de la haute direction :

- a) de l'élaboration et de la mise en œuvre de votre politique de communication de l'information;
- b) du contrôle de l'efficacité et de l'observation de la politique;
- c) de la formation des membres de la direction, des administrateurs et de certains salariés sur les questions de communication de l'information et sur la politique;

- d) de l'examen de l'information et de l'autorisation de sa communication (que ce soit par voie électronique, par écrit ou oralement) avant sa diffusion dans le public;
- e) du contrôle de votre site Web.

6.4 Examen de certains éléments d'information par le conseil d'administration et le comité de vérification

- 1) Votre conseil d'administration ou votre comité de vérification devrait examiner les éléments d'information suivants avant leur publication :
 - les indications de bénéfices;
 - les communiqués de presse contenant de l'information financière fondée sur des états financiers non publiés⁴¹.

Lors de la publication, indiquez également si votre conseil d'administration ou comité de vérification a examiné l'information. Cet examen préalable est une bonne discipline pour la direction. Il améliore la qualité, la crédibilité et l'objectivité de l'information, oblige les administrateurs à jeter un regard critique sur toutes les questions liées à la communication et réduit le risque de devoir apporter des ajustements ou des modifications par la suite.

- 2) Dans la mesure du possible, publiez votre communiqué de presse⁴² en même temps que vous déposez vos états financiers trimestriels ou annuels, ce qui permettra aux analystes et investisseurs d'avoir une vue d'ensemble de la situation financière lors de la publication du communiqué. Le fait de fournir l'information sur les bénéfices en même temps que le dépôt des états financiers trimestriels ou annuels facilitera aussi l'examen de l'information par le conseil d'administration et le comité de vérification⁴³.

6.5 Autorisation de porte-parole de la société

Limitez le nombre de personnes autorisées à communiquer avec les analystes, les médias et les investisseurs au nom de votre société. Idéalement, votre porte-parole devrait être membre de la haute direction et être parfaitement au courant de votre dossier de communication de l'information ainsi que des rapports dressés par les analystes à propos de votre société. Votre personnel devrait connaître l'identité de cette personne et lui adresser toute demande de renseignements émanant d'analystes, d'investisseurs et des médias. Un nombre restreint de porte-parole réduit le risque :

- a) de communications non autorisées;
- b) de déclarations contradictoires par différents représentants de la société;

⁴¹ La législation de certaines provinces exige que les états financiers annuels soient examinés par le comité de vérification (si la société en a un) avant que le conseil d'administration ne les approuve. Le conseil d'administration doit également examiner les états financiers intermédiaires avant qu'ils ne soient déposés et distribués. Il peut déléguer cette fonction au comité de vérification (voir par exemple la norme 52-501 de la CVMQ, *Financial Statements*). Dans les cas où l'exigence d'examen préalable est prescrite par la loi, nous estimons que c'est l'enfreindre que de publier dans le marché au moyen d'un communiqué de presse de l'information tirée d'états financiers qui n'ont pas été examinés par le conseil d'administration ou le comité de vérification.

⁴² Les sociétés publient souvent des communiqués de presse annonçant des bénéfices qui mettent en relief les principaux éléments et qui peuvent comporter les résultats pro forma.

⁴³ Certains territoires exigent de transmettre simultanément aux actionnaires les états financiers qui sont déposés, ce qui peut constituer un argument contre le dépôt anticipé des états financiers annuels pour éviter les frais d'envoi en double, une première fois lors du dépôt anticipé des états financiers et l'autre au moment du rapport annuel. Les ACVM envisagent d'éliminer cette obligation dans le cadre des efforts d'harmonisation des obligations d'information continue au pays.

- c) de déclarations incompatibles avec l'information communiquée au public par la société⁴⁴.

6.6 Règles types de communication de l'information

- 1) Adoptez les règles suivantes pour les communications planifiées d'information importante concernant votre société (par exemple, vos bénéficiaires) :
 - a) diffusez un communiqué de presse contenant l'information (par exemple, vos résultats trimestriels) par l'intermédiaire d'un service de presse ou d'une agence de transmission à grande diffusion;
 - b) diffusez un communiqué de presse indiquant la date, l'heure et le sujet d'une conférence téléphonique organisée pour discuter de l'information, ainsi que la façon d'y assister;
 - c) tenez les conférences téléphoniques de manière à ce que les investisseurs et autres personnes puissent écouter par téléphone ou au moyen d'Internet;
 - d) donnez accès à un enregistrement de la conférence par téléphone ou au moyen d'Internet ou mettez une transcription à la disposition des intéressés pendant un délai raisonnable après sa tenue⁴⁵.
- 2) Publier l'information importante au moyen d'un communiqué de presse puis organiser une conférence téléphonique pour discuter de l'information devrait permettre que l'information soit diffusée de façon à joindre les participants du marché et réduire le risque de communication sélective d'information pendant la conférence téléphonique de suivi.

6.7 Conférences téléphoniques avec des analystes et conférences sectorielles

- 1) Tenez les conférences téléphoniques avec des analystes et les conférences sectorielles d'une façon qui permette à tous les intéressés d'écouter par téléphone ou au moyen d'Internet. Cette façon de faire permet de réduire le risque de communication sélective de l'information.
- 2) Les membres de la direction de la société devraient se réunir avant de tenir une conférence téléphonique ou une réunion privée avec des analystes, ou encore une conférence sectorielle. Si possible, les déclarations et les réponses aux questions prévues devraient être préétablies et revues par les salariés visés. Les déclarations préétablies permettent de faire ressortir l'information importante sur la société qu'il serait peut-être bon de publier au moyen d'un communiqué de presse.
- 3) Conservez un dossier détaillé sur toute conférence téléphonique, réunion ou conférence sectorielle, voire une transcription, et examinez-le pour déterminer s'il y a eu communication sélective et involontaire d'information. Le cas échéant, prenez immédiatement des mesures pour faire une annonce publique de l'information dans son intégralité. Demandez notamment à la Bourse pertinente de suspendre les opérations en attendant la diffusion d'un communiqué de presse.

⁴⁴ Dans certains cas, le porte-parole de la société n'est pas informé des négociations en vue d'une fusion ou d'une acquisition avant que cela soit nécessaire, afin d'éviter les fuites.

⁴⁵ Ces règles types en matière de communication sont recommandées par la SEC dans son avis d'adoption de la *Regulation FD*.

6.8 Rapports des analystes

Établissez une politique pour l'examen des projets de rapports des analystes. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus à l'article 5.2, le fait d'exprimer une opinion ou de donner des indications à l'égard d'un rapport, de modèle ou d'estimations de bénéfices d'un analyste comporte un fort risque de contravention aux dispositions qui interdisent la communication d'information privilégiée. En examinant un rapport, vous risquez aussi de communiquer de façon sélective de l'information importante non financière. Si votre politique permet d'examiner les rapports d'analystes, vous devez vous contenter de relever l'information factuelle connue du public qui peut avoir une incidence sur le modèle de l'analyste ou de signaler les inexactitudes ou omissions factuelles dans l'information connue du public concernant votre société.

6.9 Mise à jour de l'information financière prospective

Lorsque vous communiquez volontairement de l'information financière prospective, indiquez clairement la méthode que vous utilisez pour la mettre à jour. Nous estimons que la mise à jour de l'information financière prospective à la lumière de faits subséquents est une bonne pratique, qui peut améliorer la crédibilité des sociétés auprès des investisseurs et des analystes. Quelle que soit la méthode choisie, vous avez avantage à l'indiquer lorsque vous communiquez l'information et à la suivre scrupuleusement⁴⁶.

6.10 « Périodes de silence »

Observez une période de silence trimestrielle pendant laquelle vous ne donnerez aux analystes, aux investisseurs ou aux autres professionnels du marché aucune indication concernant les bénéfices, les résultats trimestriels ou les résultats attendus. Cette période doit s'étendre de la fin du trimestre à la publication des résultats trimestriels, quoique, dans la pratique, sa longueur varie selon les sociétés⁴⁷. Vous n'êtes pas tenu de cesser toute communication avec les analystes ou les investisseurs pendant cette période, mais vous devez vous contenter de répondre aux demandes d'information non importante ou accessible au public.

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

Adoptez une politique en matière d'opérations d'initiés prévoyant qu'un membre de la haute direction doit approuver et surveiller les opérations sur titres de tous vos initiés, membres de la direction et salariés de niveau supérieur. Votre politique devrait interdire toute opération sur titres aux initiés et salariés en possession d'information importante et

⁴⁶ Voir l'affaire *Re Royal Trustco Ltd. et al. and Ontario Securities Commission* (1983), 42. O.R. (2d) 147 (C.div.), conf. (1981), 2 OSCB 322C, dans laquelle la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario s'est penchée sur la question de savoir si les administrateurs d'un émetteur assujéti étaient tenus de mettre à jour l'information communiquée dans une circulaire de la direction en réponse à une offre publique d'achat. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a statué que [traduction] « la Commission estime qu'il existe en Ontario une obligation de mettre à jour l'information précédemment communiquée si, compte tenu de faits subséquents et en l'absence d'explications, elle devient trompeuse ».

De la même manière, la législation en valeurs mobilières de certaines provinces interdit à quiconque exerce des activités de relations avec les investisseurs ou a l'intention d'effectuer une opération de faire une déclaration qu'il sait ou devrait savoir être fausse et trompeuse. Cette interdiction pourrait implicitement s'appliquer à une déclaration antérieure sur laquelle le marché continue à se fonder, mais qui est devenue trompeuse et n'a été ni modifiée ni retirée.

⁴⁷ Certaines sociétés entament leur période de silence dès le début du dernier mois du trimestre et y mettent fin lorsqu'elles publient leurs résultats. D'autres attendent les deux dernières semaines du trimestre, voire le premier jour du mois suivant la fin du trimestre.

inconnue du public, et prévoir des périodes d'interdiction totale des opérations pendant lesquelles les initiés, les membres de la direction et les salariés ne peuvent pas négocier de titres (par exemple, aux alentours des annonces de bénéfices planifiées). Toutefois, les initiés, les membres de la direction et les salariés devraient pouvoir demander au dirigeant chargé des opérations de la société d'approuver des opérations pendant la période d'interdiction, laquelle peut correspondre à la période de silence décrite ci-dessus.

6.12 Communications par voie électronique

- 1) Mettez sur pied une équipe chargée de créer et d'entretenir le site Web de la société, lequel devrait être à jour et exact. Vous devriez dater l'information importante au moment de son affichage ou de sa modification et archiver toute information périmée. L'archivage permet au public de consulter l'information qui présente un intérêt historique ou autre, bien qu'elle ne soit plus à jour. Fixez un délai de rétention minimale de l'information affichée et archivée sur votre site Web. Ce délai peut varier en fonction de l'information⁴⁸. Expliquez également comment le site Web est structuré et entretenu. N'oubliez pas que le seul affichage d'information importante sur votre site ne suffit pas à remplir l'exigence de « communication au public » prévue par la législation.
- 2) Utilisez la technologie actuelle pour améliorer l'accès des investisseurs à l'information sur votre société. Affichez en même temps sur votre site Web (si vous en avez un) tous les documents que vous déposez dans SEDAR. Affichez aussi, dans la partie de votre site Web consacrée aux relations avec les investisseurs, toute information supplémentaire que vous fournissez aux analystes, investisseurs institutionnels et autres professionnels du marché. On devrait notamment trouver dans cette partie les recueils de données, fiches de renseignements, diapositives de présentations destinées aux investisseurs et autres documents distribués à l'occasion de présentations s'adressant aux analystes ou aux autres intervenants du secteur⁴⁹. Lorsque vous faites une présentation à l'occasion d'une conférence sectorielle, essayez de la diffuser sur Internet, accompagnée de la séance de questions et réponses.

6.13 Forums, babillards et courriel

Ne participez à aucun forum et n'affichez de message sur aucun babillard électronique. N'offrez pas non plus ces services sur votre site ni de liens avec eux. Votre politique de communication de l'information devrait interdire à vos salariés de discuter des affaires de la société dans de tels forums. Cette mesure vous protégera de la responsabilité que peut entraîner le zèle de personnes bien intentionnées qui cherchent à corriger des rumeurs ou à défendre la société. Vous pourriez demander à vos salariés de signaler à un représentant désigné toute discussion se rapportant à votre société qu'ils ont trouvée sur Internet. Si votre site Web permet aux utilisateurs de vous envoyer des courriels, pensez au risque de communication sélective de l'information lorsque vous y répondez.

⁴⁸ Voir les lignes directrices de la Bourse de Toronto en matière de communication de l'information par voie électronique.

⁴⁹ Cette recommandation s'inspire des celles qui sont formulées dans le rapport final du Committee on Corporate Disclosure de la Bourse de Toronto, publié en mars 1997, et des lignes directrices de la Bourse de Toronto en matière de communication de l'information par voie électronique. Voir également la note d'orientation *Better Disclosure for Investors* de l'Australian Securities and Investment Commission (www.asic.gov.au).

6.14

Rumeurs

Adoptez une politique d'abstention de tout commentaire à l'égard des rumeurs qui circulent dans le marché et assurez-vous qu'elle est appliquée de manière conséquente⁵⁰. Dans le cas contraire, vos réponses pourraient être interprétées comme une communication d'information privilégiée. Lorsque l'activité du marché indique que les négociations sont fortement influencées par des rumeurs, la Bourse sur laquelle vos titres sont négociés peut exiger de vous une déclaration pour éclaircir la situation. En cas de fuite d'information importante qui semble avoir une influence sur la négociation des titres de votre société, vous devez prendre des démarches immédiates pour faire une annonce publique complète. Vous devez notamment demander à la Bourse sur laquelle vos titres sont négociés de suspendre les négociations en attendant la publication d'un communiqué de presse⁵¹.

⁵⁰ Pour appliquer cette politique, vous pouvez répondre en déclarant que « la société a pour principe de ne faire aucun commentaire sur les rumeurs ou spéculations qui circulent dans le marché ».

⁵¹ Si la rumeur se rapporte à un changement important dans les affaires de la société qui s'est réellement produit, vous êtes tenus de déclarer ce changement en vertu de votre obligation réglementaire d'information occasionnelle.