



Annexe B

Commentaires reçus en réponse à l'Avis 15-0217 de l'OCRCVM – Avis sur les règles – Appel à commentaires – Périodes d'abstention de promotion relatives aux rapports de recherche

Le 24 septembre 2015, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM** ou **nous** et ses dérivés) a publié son Avis [15-0217](#) sollicitant des commentaires sur les modifications apportées à la règle 14 prévue dans la Règle 3400 des courtiers membres (les **Modifications**). L'OCRCVM a reçu neuf lettres des personnes suivantes :

Valeurs mobilières Cormark inc. (**Cormark**)
ITG Canada Corp. (**ITG**)
BMO Marchés des capitaux (**BMO**)
Valeurs Mobilières TD Inc. (**TD**)
Financière Banque Nationale Inc. (**National**)
Marchés mondiaux CIBC inc. (**CIBC**)
RBC Dominion Valeurs mobilières Inc. (**RBC**)
Scotia Capitaux Inc. (**Scotia**)
GMP Valeurs Mobilières S. E. C. (**GMP**)

Il est possible de consulter une copie de chaque lettre de commentaires sur le site Internet de l'OCRCVM (www.ocrcvm.ca sous l'onglet « Avis » des rubriques de la colonne de droite, à la sous-rubrique « Toutes les règles des courtiers membres », sous le titre « Appel à commentaires – Périodes d'abstention de promotion relatives aux rapports de recherche » en suivant le lien [Documents connexes](#)).

Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus sur les Modifications ainsi que les réponses de l'OCRCVM à ces commentaires.

Texte des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
Règle 14 14. Aucun courtier membre ne peut publier un rapport de recherche portant sur un titre de participation ou un titre de la nature d'actions concernant un émetteur pour lequel le courtier membre a été chef de file ou co-chef de file :	Six intervenants demandent une période d'abstention de promotion de 25 jours pour l'aligner avec la pratique courante suivie aux États-Unis (les É.-U.). À l'appui de leur demande, ils mentionnent les Règles 174 et 405 de la loi américaine intitulée <i>Securities Act of 1933</i> qui ont pour effet de prolonger la période d'abstention de promotion de 10 jours (prévue dans les règles de la FINRA) en la faisant passer à 25 jours. Un intervenant note que les membres américains d'un syndicat financier, en raison de la législation de la SEC, s'entendent d'ordinaire sur une période d'abstention de promotion de 25 jours, malgré la période de 10 jours prévue dans la règle 2241 de la FINRA. Comme il n'existe pas d'équivalent à la	Notre Projet de modification a pour but l'harmonisation avec la règle 2241 de la FINRA qui prescrit une période d'abstention de promotion d'au moins 10 jours, dans le cas des PAPE. Nous reconnaissons que les courtiers membres canadiens peuvent s'aligner sur la pratique suivie aux É.-U. dans le cadre de PAPE canado-américains, notamment par des ententes contractuelles prolongeant la période d'abstention de promotion au cas par cas. Conformément à la démarche suivie par la FINRA, cette démarche permet de ne pas modifier les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM ponctuellement en fonction de nouvelles interprétations que donnent les participants du secteur aux règles ou à une nouvelle législation des É.-U. ou encore à une modification de celle-ci. Selon nous,



Annexe B

Texte des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
(i) d'un premier appel public à l'épargne portant sur un titre de participation ou un titre de la nature d'actions, pendant un délai de 10 jours civils suivant la date du placement; ...	législation de SEC au Canada, l'OCRCVM devrait, selon eux, intégrer une période d'abstention de promotion plus longue, soit de 25 jours, dans ses règles plutôt que de laisser les syndicats financiers opérationnaliser la période d'abstention de promotion. Un intervenant note que les courtiers membres canadiens devraient en pratique convenir d'une période de 25 jours civils (les courtiers membres) dans les premiers appels publics à l'épargne canado-américains (les PAPE). Tandis qu'un autre intervenant propose la possibilité de bifurquer la diffusion de la recherche. Un intervenant mentionne l'incidence pratique de la restriction de 25 jours sur les rapports de recherche imposée par les règles de la SEC et note qu'elle s'applique sur les sociétés en début de croissance (au sens donné à l'expression <i>Emerging Growth Companies</i> dans la loi américaine <i>JOBs Act</i>) qui n'impose aucune période d'abstention de promotion à la suite d'un PAPE. Il note également que les sociétés canadiennes devraient s'imposer la restriction de 25 jours pour éviter toute possibilité de fuite aux É.-U. Deux intervenants mentionnent expressément les différences entre les régimes américain et canadien, à l'appui d'une période d'abstention de promotion plus longue dans le cas de PAPE canadiens. Les deux notent que le marché canadien est distinct du marché américain tant sur le plan opérationnel que sur le plan du régime réglementaire et de sa mise en application. À titre d'exemple, la négociation sur les marchés américains commence à la date du dépôt du prospectus définitif, alors qu'au Canada, elle ne commence que 7 à 14 jours suivant cette date. L'un des deux intervenants note également l'absence de marché gris durant le délai de règlement. Ainsi, la période de 10 jours pourrait s'écouler avant le début de la négociation et, par la même occasion, avant que le marché établisse une juste valeur sans l'influence d'un produit de recherche. En outre, il est habituel aux É.-U. de déposer un prospectus provisoire plusieurs mois avant le dépôt du prospectus définitif, donnant ainsi aux analystes très tôt l'accès à l'information sur la société. À l'inverse, au Canada (selon une procédure de révision plus accélérée) le prospectus provisoire est déposé environ 4 à 5 semaines avant le dépôt du prospectus définitif, ce qui a comme résultat de donner beaucoup moins de temps pour exercer le contrôle diligent lié à la recherche.	une période d'abstention de promotion plus longue convenue par contrat entre les membres d'un syndicat financier n'aura aucun effet négatif sur les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence; elle n'est pas non plus incompatible avec les Modifications. Nous ne considérons pas la possibilité de bifurquer la diffusion de rapports de recherche comme une solution pratique. Nous savons qu'il est généralement demandé aux participants à un placement canado-américain de consentir à une période d'abstention de promotion plus longue par contrat. Nous prévoyons donc que les courtiers membres sauront s'adapter en pratique dans le cas de PAPE canado-américains, comme c'est le cas dans la loi américaine <i>JOBs Act</i> où le délai plus long est privilégié. Nous convenons que les régimes américain et canadien sont différents et que cela donne lieu à des considérations d'ordre pratique différentes pour les courtiers membres dans le cadre d'un placement canadien. Nous notons aussi que les courtiers membres peuvent prolonger la période d'abstention de promotion de 10 jours en s'entendant avec les autres membres d'un syndicat financier, ce qui aurait comme résultat de leur donner plus de temps pour préparer la recherche si un délai supplémentaire est requis dans une situation en particulier. Dans la mesure où le délai de 10 jours n'est ni raisonnable ni pratique, nous nous attendons à ce que ces considérations pratiques serviront à déterminer le moment de la diffusion de rapports de recherche et que les courtiers membres maintiendront, de facto, des règles du jeu équitables. Nous proposons d'exercer un mandat d'observateur en 2016 et, s'il est établi que les différences d'ordre pratique entre les régimes américain et canadien ont un résultat considérablement défavorable sur les investisseurs, les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence, nous pourrions envisager d'étendre la période d'abstention de promotion visant les PAPE canadiens, soit sous forme de projet de modification autonome soit sous forme de projet de révision dans le cadre de la révision de la Règle 3400 des courtiers membres dans son ensemble (conformément à notre engagement pris dans nos Priorités en matière de politiques). Ce mandat d'observateur servira à surveiller la qualité de la recherche associée aux PAPE canadiens et aux PAPE canado-américains et aux reclassements de titres dans le but de n'apporter des ajustements aux



Annexe B

Texte des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	Sept intervenants notent qu'une période d'abstention de promotion de 25 jours permettrait d'exécuter le contrôle diligent dans un délai plus long, ce qui aurait comme résultat de produire des rapports de recherche de meilleure qualité. À l'appui de leur commentaire, les intervenants mentionnent les aspects suivants de la période d'abstention de promotion de 10 jours suivants qui les préoccupent : • des difficultés logistiques peuvent surgir, compte tenu du temps nécessaire pour l'examen, l'appréciation et l'approbation de la recherche par les responsables de la gestion des recherches. Plus précisément, les rapports de recherche exhaustifs peuvent exiger des visites sur place, des rencontres avec l'équipe de direction, l'examen des concurrents de l'émetteur, l'analyse du produit, la préparation des prévisions et des évaluations financières et du temps pour la révision de ces activités. Il serait alors à peu près impossible d'avoir accès à la direction pour réaliser le contrôle diligent, établir des modèles financiers et préparer les travaux de recherche en 10 jours; • les analystes devraient commencer à travailler plus tôt, notamment avant l'annonce publique de l'opération; • l'éventualité d'un préjudice que pourrait subir un investisseur est d'autant plus présente qu'un délai écourté pour exécuter le contrôle diligent peut diluer la qualité de la recherche. Les intervenants soulignent, comme élément clé, l'accès à l'équipe de la direction de l'émetteur et concluent qu'un intervalle de 25 jours donnerait aux analystes de recherche entre 55 et 65 jours pour l'exécution d'un examen complet; et quoique cet intervalle soit considérablement plus court qu'aux É.-U., il serait suffisant. Un intervenant reconnaît que le délai de 10 jours est un délai minimal, mais estime qu'il deviendra la norme du secteur, étant donné que l'échéance de la période d'abstention de promotion est une date fixe connue de tous à l'avance et que les courtiers membres qui établissent la couverture rapidement seront mieux placés pour obtenir une part de marché plus grande dans la négociation et, possiblement, considérés plus favorablement par la société émettrice. Cela dit, l'intervenant reconnaît qu'une période d'abstention de promotion de 40 jours peut être excessive et ne pas être dans l'intérêt du public investisseur pour ce qui est de la diffusion ponctuelle de l'information, mais tout bien considéré, la	obligations prévues par nos règles que s'ils s'avèrent nécessaires et en fonction de preuves fondées sur des données attestant des effets négatifs sur les investisseurs, les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence qui sont disproportionnés par rapport aux avantages tirés d'une harmonisation avec le régime des É.-U. et l'avantage d'une diffusion efficace de l'information conformément aux Modifications. Nous reconnaissons que les sociétés peuvent avoir besoin de plus de temps pour préparer la recherche dans certaines situations. C'est pourquoi nous n'imposons pas la période de 10 jours comme durée maximale à respecter pour la diffusion des rapports de recherche. Dans la mesure où les forces du marché exercent des pressions sur les sociétés en faveur de la période de 10 jours, les sociétés peuvent y voir en toute indépendance sans qu'une telle période soit formellement prescrite dans les Règles des courtiers membres. Ainsi, nous laissons le marché réglementer la prolongation nécessaire du délai, au-delà de la période minimale de 10 jours, au besoin. Nous estimons que cela n'aura aucun effet négatif important sur les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence à cet égard. Comme il est indiqué ci-dessus, nous proposons d'exercer un mandat d'observateur en 2016 et si nous notons une dilution de la qualité de la recherche ou d'autres effets négatifs sur les investisseurs, les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence, nous en tiendrons compte dans notre projet de révision de la Règle 3400 des courtiers membres dans son ensemble.



Annexe B

Texte des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	qualité de la recherche est d'une importance capitale autant pour les investisseurs que pour les courtiers membres du Canada.	
	Un intervenant craint que la période d'abstention de promotion de 10 jours pourrait nuire à certaines sociétés de recherche, les contraintes de temps imposées à la direction de l'émetteur pouvant pousser cette direction à répondre en priorité à certaines sociétés.	Nous ne voyons pas comment une telle priorisation des réponses aurait un effet négatif considérable sur les courtiers membres, la structure du marché ou la concurrence.
	Un intervenant note que la période d'abstention de promotion de 10 jours pourrait être contraire à l'intérêt public, mais ne donne aucun éclaircissement sur son commentaire.	La période de 10 jours prévue ne constitue qu'un minimum, les courtiers membres peuvent donc prolonger cette période et ainsi empêcher toute mesure qui serait contraire à l'intérêt public. En outre, nous estimons que toute affirmation avançant que cela n'est pas dans l'intérêt public devrait être étayée d'une preuve empirique. À cette étape, aucune preuve en ce sens ne nous a été soumise. Dans cet ordre d'idées, notre mandat d'observateur a pour but d'établir s'il est effectivement nécessaire, dans l'intérêt public, de faire passer la période d'abstention de promotion actuelle de 10 à 25 jours, et si cela s'avère nécessaire, d'adapter les dispositions en fonctions des périodes d'abstention de promotion en conséquence.
Règle 14 14. Aucun courtier membre ne peut publier un rapport de recherche portant sur un titre de participation ou un titre de la nature d'actions concernant un émetteur pour lequel le courtier membre a été chef de file ou co-chef de file [...] ii) d'un placement ultérieur portant sur un titre de participation ou un titre de la nature d'actions, pendant un délai de 3 jours civils suivant la date du placement; ...	Un intervenant est préoccupé par le raccourcissement des périodes d'abstention de promotion qui passent de 10 jours à 3 dans le cas des reclassements de titres (placements ultérieurs). À l'inverse, deux intervenants appuient totalement la modification de la période d'abstention de promotion liée aux rapports de recherche qui la fait passer de 10 à 3 jours, dans le cas des reclassements de titres, pour reproduire les dispositions actuelles de la FINRA.	Nous estimons qu'il n'y aura aucun effet négatif important sur les investisseurs, la structure du marché, la concurrence ou les courtiers membres en raison du raccourcissement des périodes d'abstention de promotion qui passent de 10 jours à 3 dans le cas des reclassements de titres (placements ultérieurs). À ce titre, nous proposons de n'apporter aucune autre modification à cette disposition. Cependant, comme il est mentionné précédemment, nous comptons exercer un mandat d'observateur sur la recherche visant les reclassements de titres et pouvons envisager d'apporter des modifications fondées sur des données à cette disposition, à la suite de l'analyse d'effets négatifs possibles relevés au cours de notre mandat d'observateur.
	Un intervenant mentionne un conflit entre la période d'abstention de promotion minimale de 3 jours et les obligations des courtiers dans un syndicat financier prévues au paragraphe 7.7 des RUIM et à la Règle 48-501.	Les extraits pertinents du paragraphe 7.7 des RUIM et de la Règle 48-501 sont présentés ci-après. Comme la période d'abstention de promotion de 3 jours est une période minimale, ce délai n'entre pas en conflit avec d'autres dispositions, mais doit être suivi par les participants du secteur en corrélation avec d'autres



Annexe B

Texte des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		dispositions prévues par la législation, de la même manière que les périodes d'abstention de promotion de la FINRA sont suivies par les participants du secteur en corrélation avec les règles de la SEC.
Commentaires généraux	Cinq intervenants ont déclaré leur appui à la création d'un cadre réglementaire assurant des règles du jeu équitables ou harmonisant la diffusion des rapports de recherche entre le Canada et les États-Unis.	

Extraits pertinents

Paragraphe 7.7 des RUIIM : (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.

Politique 7.7

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 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 RUIIM 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. L'alinéa 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 de la diffusion « avec régularité raisonnable » et celle de la diffusion 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 ces prévisions avaient été incluses antérieurement de façon régulière. L'autorité de contrôle du marché peut prendre en considération les moyens de distribution en vue de la diffusion de la publication lorsqu'elle est appelée à décider si une publication s'inscrivait « dans le cours normal des activités ». La recherche devrait être diffusée par les moyens 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 de diffusion de la publication de recherche.

Le sous-alinéa 7.7(6)b des RUIIM 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.



Annexe B

Règle 48-501 de la CVMO [TRADUCTION]

ARTICLE 4 – RAPPORTS DE RECHERCHE

4.1 Compilations et recherche sectorielle

Malgré l'article 53 de la Loi et l'article 2.1, un courtier soumis à des restrictions peut publier ou diffuser un renseignement, un avis ou une recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint, si ce renseignement, cet avis ou cette recommandation :

(a) est contenu dans une publication qui est :

(i) diffusée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions,

(ii) 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;

(b) n'occupe pas un espace ni n'affiche une prédominance sensiblement plus importants que ce qui est accordé aux autres titres ou émetteurs.

4.2 Émetteurs de titres très liquides

Malgré l'article 53 de la Loi et l'article 2.1, un courtier soumis à des restrictions peut publier ou diffuser un renseignement, un avis ou une recommandation se rapportant à l'émetteur d'un titre restreint qui est très liquide, si ce renseignement, cet avis ou cette recommandation est contenu dans une publication qui est diffusée avec régularité raisonnable dans le cours normal des affaires du courtier soumis à des restrictions.