

The Superintendent of Brokers *Appellant*

v.

Murray Pezim, Lawrence Page and John Ivany *Respondents*

and

The Attorney General of British Columbia, the Ontario Securities Commission, the Alberta Securities Commission and the Securities Dealers Society of Ontario *Interveners*

and between

The British Columbia Securities Commission *Appellant*

v.

Murray Pezim, Lawrence Page and John Ivany *Respondents*

and

The Attorney General of British Columbia, the Ontario Securities Commission, the Alberta Securities Commission and the Securities Dealers Society of Ontario *Interveners*

INDEXED AS: PEZIM v. BRITISH COLUMBIA
(SUPERINTENDENT OF BROKERS)

File Nos.: 23107, 23113.

1994: February 24; 1994: June 23.

Present: Lamer C.J. and La Forest, Sopinka, Gonthier, McLachlin, Iacobucci and Major J.J.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
BRITISH COLUMBIA

Administrative law — Judicial review — Securities Commission — Commission part of larger regulatory framework — No privative clause and right of appeal —

Superintendent of Brokers *Appelant*

c.

^a **Murray Pezim, Lawrence Page et John Ivany** *Intimés*

et

^b

Procureur général de la Colombie-Britannique, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Alberta Securities Commission et Securities Dealers Society of Ontario *Intervenants*

et entre

^d

British Columbia Securities Commission *Appelante*

c.

^e

Murray Pezim, Lawrence Page et John Ivany *Intimés*

et

^f

Procureur général de la Colombie-Britannique, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Alberta Securities Commission et Securities Dealers Society of Ontario *Intervenants*

RÉPERTORIÉ: PEZIM c. COLOMBIE-BRITANNIQUE
(SUPERINTENDENT OF BROKERS)

^h

N^{os} du greffe: 23107, 23113.

1994: 24 février; 1994: 23 juin.

ⁱ Présents: Le juge en chef Lamer et les juges La Forest, Sopinka, Gonthier, McLachlin, Iacobucci et Major.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DE LA COLOMBIE-BRITANNIQUE

^j *Droit administratif — Contrôle judiciaire — Commission des valeurs mobilières — Commission intégrée dans un régime de réglementation — Absence de clause*

Appropriate standard of review of Commission's decisions — Whether standard properly applied — Securities Act, S.B.C. 1985, c. 83, ss. 1(1) "material change", "material fact", 14(1), (2), 44(1), 45(2), 49(1), 50(1), 67, 68, 144(1)(a), (b), (c), (d), 149(a), (b), (c), 154.2.

Securities — Securities Commission — Statutory duty on issuers of stock to disclose nature and substance of material change — Prohibition against insider trading — Series of transactions allegedly breaching duty to disclose — Whether transactions breaching duty to disclose and/or prohibition against insider trading.

Respondents were, respectively, the chair of the board, the vice president responsible for internal administration and the president of Prime, a company holding several wholly owned subsidiaries and controlling or managing about 50 public junior resource companies. Respondents were also directors of Calpine, a company controlled and managed by Prime. Both companies were reporting issuers listed on the Vancouver Stock Exchange and subject to the VSE's rules and policies concerning public disclosure of information and pricing of options. Both were subject to the continuing and timely disclosure requirements under s. 67 of the *Securities Act* and to the insider trading provisions under s. 68. The British Columbia Securities Commission administers the Act and ensures compliance with its requirements. It also regulates the VSE.

In the spring of 1990, the Superintendent of Brokers (the Commission's chief administrative officer) instituted proceedings against the respondents in connection with various types of transactions which occurred between July and October, 1989. The Superintendent alleged that the respondents had violated the timely disclosure provisions and insider trading provisions in three categories of impugned transactions: the drilling results and share options transactions, the private placement, and the ALC withdrawal. Respondents were prevented from having information relative to assay results by a "Chinese Wall".

In the first category, Prime or Calpine allegedly failed to disclose all material changes in four transactions in that assay results were publicly disclosed after the company had granted or repriced options. The fifth option transaction, although made after a detailed news release

privative et de droit d'appel — Norme de contrôle appropriée des décisions de la Commission — La norme appropriée a-t-elle été appliquée? — Securities Act, S.B.C. 1985, ch. 83, art. 1(1) « changement important », « fait important », 14(1), (2), 44(1), 45(2), 49(1), 50(1), 67, 68, 144(1)a), b), c), d), 149a), b), c), 154.2.

Valeurs mobilières — Commission des valeurs mobilières — Loi imposant aux émetteurs d'actions de divulguer la nature et la substance d'un changement important — Interdiction des opérations d'initiés — Série d'opérations qui auraient été effectuées en contravention de l'obligation de divulgation — Les opérations violent-elles l'obligation de divulgation ou l'interdiction des opérations d'initiés.

Les intimés étaient respectivement président du conseil d'administration, vice-président responsable de l'administration interne et président de Prime, société détenant plusieurs filiales en propriété exclusive et contrôlant ou gérant quelque 50 petites sociétés minières. Les intimés étaient aussi administrateurs de Calpine, société contrôlée et gérée par Prime. Les deux sociétés étaient des émetteurs assujettis cotés à la Bourse de Vancouver et étaient régies par les règles et politiques de la Bourse en matière de divulgation publique de renseignements et de fixation du prix des options. Elles devaient se conformer aux exigences d'information continue et occasionnelle énoncées à l'art. 67 de la *Securities Act* et aux dispositions sur les opérations d'initiés prévues à l'art. 68. La British Columbia Securities Commission applique la Loi et assure le respect de ses exigences. Elle réglemente aussi la Bourse.

Au printemps 1990, le Superintendent of Brokers (l'administrateur en chef de la Commission) a intenté des poursuites contre les intimés relativement à diverses opérations conclues entre les mois de juillet et d'octobre 1989. Le surintendant soutenait que les intimés avaient contrevenu aux exigences en matière d'information occasionnelle et aux dispositions relatives aux opérations d'initiés en ce qui concerne trois catégories d'opérations attaquées: les résultats de forage et les options d'achat d'actions, le placement privé, et le retrait d'ALC. La mise en place d'une « muraille de Chine » a empêché les intimés de connaître les résultats de forage.

Dans la première catégorie, Prime ou Calpine aurait omis de divulguer tous les changements importants dans quatre opérations en ce sens que les résultats de forage ont été divulgués après que la société eut accordé de nouvelles options d'achat d'actions ou fixé un nouveau prix d'exercice d'options antérieures. Dans le cas de la

of assay results, allegedly violated a pricing formula under the VSE options policy.

The second series of impugned transactions involved the private placement of Calpine units. Calpine allegedly failed to disclose, contrary to s. 67, that Prime was the purchaser and that the sale significantly increased Prime's interest in Calpine. It was also alleged that Calpine had misled the VSE as to the firm brokering the private placement.

The third impugned transaction occurred when a broker disputed its contractual obligation either to find a purchaser or to buy a set number of Prime units on offer following the withdrawal of a firm (ALC) from a deal to purchase them. Prime was alleged to have violated s. 67 by not making timely and adequate disclosure of the dispute following ALC's withdrawal.

The Commission concluded that the respondents contravened s. 67 of the Act by failing to disclose material changes in their affairs. No insider trading contrary to s. 68 of the Act was found, however. The respondents were found responsible for these breaches as senior managers of the companies, were suspended from trading in shares for one year and were required to pay part of the costs incurred by the Commission and Superintendent. Respondents' appeal was limited to whether the Commission had erred as a matter of law in its conclusions on s. 67 (disclosure of material change), s. 144 (power of Commission to make orders) and s. 154.2 (power of Commission to make orders regarding costs) of the Act. The Court of Appeal allowed the appeal and set aside the Commission's orders. The Superintendent and the Commission now appeal from that decision.

These appeals dealt mainly with the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission which is not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of statutory interpretation. The appeals also raised issues of

cinquième opération concernant les options, quoique réalisée après un communiqué détaillé des résultats de titrage, il y aurait eu mauvaise utilisation de la formule de calcul du prix en vertu de la politique de la Bourse relative aux options.

La deuxième série d'opérations attaquées a trait au placement privé des unités de Calpine. Celle-ci aurait omis de divulguer, en contravention de l'art. 67, que Prime était l'acheteur et que la vente allait sensiblement accroître la participation de Prime dans Calpine. On a aussi soutenu que Calpine avait induit la Bourse en erreur relativement à la firme de courtage chargée d'effectuer le placement privé.

La troisième opération attaquée s'est produite lorsqu'un courtier a contesté qu'il était contractuellement tenu de trouver un acheteur ou d'acheter un certain nombre d'unités de Prime sur le marché à la suite du retrait d'une firme (ALC) qui s'était engagée à les acheter. On a soutenu que Prime aurait contrevenu à l'art. 67 en omettant de divulguer en temps opportun et de façon appropriée l'existence d'un différend à la suite du retrait d'ALC.

La Commission a conclu que les intimés avaient enfreint l'art. 67 de la Loi en omettant de divulguer des changements importants survenus dans leurs affaires. Cependant, à son avis, ils n'avaient pas enfreint l'art. 68 de la Loi, qui vise les opérations d'initiés. En tant que cadres supérieurs des sociétés, les intimés ont été jugés responsables de ces contraventions; la Commission leur a interdit de faire des opérations sur des actions pendant une période d'un an et elle leur a ordonné de payer une part des dépens de la Commission et du surintendant. L'appel des intimés devait seulement viser à déterminer si la Commission avait commis une erreur de droit dans ses conclusions relatives à l'art. 67 (divulgence d'un changement important), à l'art. 144 (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances) et à l'art. 154.2 (pouvoir de la Commission de rendre des ordonnances quant aux dépens) de la Loi. La Cour d'appel a accueilli l'appel et annulé les ordonnances de la Commission. Le surintendant et la Commission se pourvoient maintenant contre cette décision.

Les présents pourvois portent principalement sur la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une question d'interprétation des lois. Les pourvois soulèvent aussi des questions de respect des

compliance with the timely disclosure requirements under applicable securities legislation.

Held: The appeals should be allowed.

The *Securities Act* is part of a much larger framework which regulates the securities industry throughout Canada primarily for the protection of the investor but also for capital market efficiency and ensuring public confidence in the system.

The central question in ascertaining the standard of review is to determine the legislative intent in conferring jurisdiction on the administrative tribunal. The analysis must consider the tribunal's role or function, whether the agency's decisions are protected by a privative clause, and whether the question goes to the tribunal's jurisdiction. The courts have developed a spectrum that ranges from the standard of patent unreasonableness (where deference is at its highest, for example, where a tribunal is protected by a privative clause in deciding a matter within its jurisdiction) to that of correctness (where deference is at its lowest, for example, where there is a statutory right of appeal or where the issue concerns the interpretation of a provision limiting the tribunal's jurisdiction). The case at bar falls between these two extremes. On one hand lies a statutory right of appeal pursuant to s. 149 of the *Securities Act*. On the other lies an appeal from a highly specialized tribunal on an issue which arguably goes to the core of its regulatory mandate and expertise. Even where there is no privative clause and where there is a statutory right of appeal, the concept of the specialization of duties requires that deference be shown to decisions of specialized tribunals on matters which fall squarely within the tribunal's expertise.

The breadth of the Commission's expertise and specialisation is reflected in the provisions of the *Securities Act*. The Commission is responsible for the administration of the Act, has broad powers with respect to investigations, audits, hearings and orders, and any decision, when filed in the Supreme Court of British Columbia Registry, has the force and effect of a decision of that court. The Commission has the power to revoke or vary any of its decisions. It also has a very broad discretion to determine what is in the public's interest. The definitions in the Act exist in a factual or regulatory context and must be analysed in context, not in isola-

exigences en matière d'information occasionnelle en vertu des dispositions législatives applicables aux valeurs mobilières.

Arrêt: Les pourvois sont accueillis.

La *Securities Act* s'inscrit dans le cadre d'un régime de réglementation beaucoup plus vaste de l'industrie des valeurs mobilières au Canada, visant avant tout à protéger l'investisseur, mais aussi à assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système.

Dans l'examen de la norme de contrôle applicable, il faut avant tout déterminer quelle était l'intention du législateur lorsqu'il a conféré compétence au tribunal administratif. Cette analyse doit porter sur le rôle ou la fonction du tribunal, viser à savoir si les décisions de l'organisme sont protégées par une clause privative et si la question touche la compétence du tribunal concerné. Les tribunaux ont élaboré toute une gamme de normes allant de celle de la décision manifestement déraisonnable (qui appelle la plus grande retenue, par exemple, dans les cas où un tribunal protégé par une clause privative rend une décision relevant de sa compétence), à celle de la décision correcte (où l'on est tenu à une moins grande retenue, par exemple, dans les cas où la question en litige porte sur l'interprétation d'une disposition limitant la compétence du tribunal). Le présent pourvoi se situe entre ces deux extrêmes. D'une part, il existe un droit d'appel conformément à l'art. 149 de la *Securities Act*. D'autre part, il s'agit d'un appel contre la décision d'un tribunal très spécialisé sur une question qui, peut-on soutenir, touche directement le mandat et l'expertise que lui confère le texte réglementaire. Même lorsqu'il n'existe pas de clause privative et que la loi prévoit un droit d'appel, le concept de la spécialisation des fonctions exige des cours de justice qu'elles fassent preuve de retenue envers l'opinion du tribunal spécialisé sur des questions qui relèvent directement de son champ d'expertise.

La *Securities Act* fait bien ressortir l'étendue de l'expertise et de la spécialisation de la Commission. Celle-ci est responsable de l'application de la Loi et possède de vastes pouvoirs en matière d'enquêtes, de vérifications, d'audiences et d'ordonnances; en outre, toute décision de la Commission déposée au greffe de la Cour suprême de la Colombie-Britannique est exécutoire comme décision de cette cour. La Commission a le pouvoir de révoquer ou de modifier ses décisions. Elle possède également un très vaste pouvoir discrétionnaire dans la détermination de ce qui constitue l'intérêt public. Les définitions dans la Loi sont présentées dans un contexte

tion. This is yet another basis for curial deference. A higher degree of judicial deference is also warranted with respect to a tribunal's interpretation of the law where it plays a role in policy development. Here, the Commission's primary role is to administer and apply the Act. It also plays a policy development role but its policies are not to be treated as legal pronouncements absent statutory authority mandating such treatment. Thus, on precedent, principle and policy, those decisions of the Commission falling within its expertise generally warrant judicial deference.

Sections 67, 144 and 154.2 of Act were specifically considered with an eye to the tribunal's expertise and its need for deference. The decision to make an order and the precise nature of that order, under s. 144, as well as any decision obliging a person to pay the costs of a hearing necessitated by his or her conduct, pursuant to s. 154.2, are clearly within the jurisdiction and expertise of the Commission. The other provision at issue was s. 67 which involves an interpretation of the words "material change" and "as soon as practicable".

Both "material change" and "material fact" are defined in s. 1 of the Act. They are defined in terms of the significance of their impact on the market price or value of the securities of an issuer. The definition of "material fact" is broader than that of "material change"; it encompasses any fact that can "reasonably be expected to significantly affect" the market price or value of the securities of an issuer, and not only changes "in the business, operations, assets or ownership of the issuer" that would reasonably be expected to have such an effect.

This case turned partly on the definition of "material change". Three elements emerge from that definition: the change must be (a) "in relation to the affairs of an issuer", (b) "in the business, operations, assets or ownership of the issuer" and (c) material, i.e., would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of the securities of the issuer. Not all changes are material changes; the latter are set in the context of making sure that issuers keep investors up to date. The determination of what information should be

de nature factuelle ou réglementaire et doivent être analysées en contexte et non pas séparément. C'est là un autre motif de faire preuve de retenue judiciaire. Lorsqu'un tribunal participe à l'établissement de politiques, il faut également faire preuve d'une plus grande retenue à l'égard de son interprétation de la loi. En l'espèce, la Commission a pour rôle principal d'appliquer la Loi. Elle participe aussi à l'établissement de politiques, mais ses politiques ne peuvent être considérées comme ayant le statut de loi, en l'absence d'un pouvoir à cet effet prévu dans la loi. Par conséquent, compte tenu des précédents, des principes et des politiques, il faut généralement faire preuve de retenue judiciaire à l'égard des décisions que la Commission rend à l'intérieur de sa sphère de compétence.

Les articles 67, 144 et 154.2 de la Loi ont été spécifiquement examinés en fonction de la compétence du tribunal et de la nécessité de faire preuve de retenue à l'égard de ses décisions. La Commission possède clairement toute la compétence et l'expertise nécessaires lorsqu'il s'agit de rendre une ordonnance et d'en préciser la nature, conformément à l'art. 144, et d'obliger une personne à payer, conformément à l'art. 154.2, les dépens d'une audience à laquelle sa conduite a donné lieu. L'autre disposition en cause est l'art. 67, qui soulève la question de l'interprétation des expressions «changement important» et «dès que possible».

L'article premier de la Loi définit les expressions «changement important» et «fait important». Ces expressions sont définies en fonction de l'importance de l'effet du changement ou du fait sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur. La définition de l'expression «fait important» est plus large que celle de «changement important»; un «fait important» s'entend de tout fait «dont il est raisonnable de s'attendre» qu'il aura «un effet appréciable» sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières d'un émetteur, et non seulement des changements dans «[l]es activités commerciales, [l']exploitation, [l]es éléments d'actif ou [l]a propriété» de l'émetteur, dans les cas où il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un tel effet.

Le présent pourvoi porte en partie sur la définition de l'expression «changement important». Trois éléments se dégagent de cette définition: le changement, a) «[d]ans le contexte des affaires d'un émetteur», b) «s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation, ses éléments d'actif ou sa propriété» et c) doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de l'émetteur. Ce ne sont pas tous les changements qui sont des chan-

disclosed is an issue which goes to the heart of the regulatory expertise and mandate of the Commission, i.e., regulating the securities markets in the public's interest.

This case also turns on the meaning of the words "as soon as practicable", in s. 67 of the Act, as to when a material change should be disclosed to the public. The timeliness of disclosure also falls within the Commission's regulatory jurisdiction.

Given the nature of the securities industry, the Commission's specialization of duties and policy development role, and the nature of the problem before the court, considerable deference was warranted in the present case notwithstanding the facts that there was a statutory right of appeal and that there was no privative clause.

The determination of what constitutes a material change for the purposes of general disclosure under s. 67 of the Act falls squarely within the regulatory mandate and expertise of the Commission. New information relating to a mining property (which is an asset) bears significantly on the question of that property's value. A change in assay and drilling results can amount to a material change as was the case here.

The obligation to disclose "as soon as practicable" takes on a different meaning when an issuer is about to engage in a securities transaction. Although a duty to inquire is not expressly stated in s. 67, such an interpretation contextualizes the general obligation to disclose material changes and guarantees the fairness of the market, which is the underlying goal of the Act. The Commission had jurisdiction to interpret s. 67 in this manner and was entitled to the court's deference.

A duty to inquire under s. 67 is not incompatible with the Act's insider trading provision (s. 68). If an issuer wishes to engage in a securities transaction, its directors must inquire about all material changes in the issuer's affairs. Consequently, the directors will have, at one point in time, knowledge of undisclosed material facts and material changes which constitute inside information. As long as the material facts and material changes are adequately disclosed prior to the transaction, there

gements importants; la divulgation des changements importants a pour but de veiller à ce que les émetteurs tiennent les investisseurs au courant. La détermination des renseignements à divulguer est une question qui touche directement l'expertise et le mandat de la Commission, soit la réglementation du marché des valeurs mobilières dans l'intérêt public.

Le présent pourvoi porte aussi sur l'interprétation de l'expression «dès que possible» à l'art. 67 de la Loi, c'est-à-dire le moment où un changement important doit être divulgué au public. La détermination de cette question relève également de la compétence de la Commission en matière de réglementation.

Compte tenu de la nature de l'industrie des valeurs mobilières, des fonctions spécialisées de la Commission, de son rôle en matière d'établissement de politiques et de la nature du problème en cause, il y avait lieu de faire preuve en l'espèce d'une grande retenue malgré le droit d'appel prévu par la loi et l'absence d'une clause privative.

La détermination de ce qui constitue un changement important pour les fins de divulgation générale en vertu de l'art. 67 de la Loi est une question qui relève directement du mandat et de l'expertise de la Commission en matière de réglementation. Tout nouveau renseignement sur les propriétés minières (un élément d'actif) a une incidence importante sur la question de leur valeur. Un changement dans les résultats de titrage et de forage peut constituer un changement important, comme c'était le cas en l'espèce.

L'obligation de divulguer «dès que possible» prend un sens tout à fait différent si un émetteur est sur le point de conclure une opération sur valeurs mobilières. Bien que l'art. 67 ne précise pas explicitement une obligation de s'enquérir, une telle interprétation permet de placer dans son contexte l'obligation générale de divulgation de tout changement important et de garantir l'équité du marché, objet sous-jacent de la Loi. Il relevait de la compétence de la Commission d'interpréter l'art. 67 de cette façon et elle était en droit de s'attendre à une certaine retenue à cet égard.

L'obligation de s'enquérir en vertu de l'art. 67 n'est pas incompatible avec la disposition de la Loi sur les opérations d'initiés (art. 68). Si un émetteur souhaite participer à une opération sur valeurs mobilières, ses administrateurs doivent s'enquérir de tout changement important dans ses affaires. Par conséquent, les administrateurs seront, à un moment donné, au courant de faits importants non divulgués et de changements importants qui constituent des renseignements d'initiés. Dans la

will be no possibility of insider trading. The directors' duty to inquire about material changes is not erased by the erection of a Chinese Wall because the disclosure requirements under s. 67 are on the issuer.

Each of the Commission's findings were supported by overwhelming evidence and should not be disturbed. The Commission concluded that information contained in drilling results can constitute a material change in a reporting issuer's affairs and that s. 67 imposes a duty on senior management to inquire as to the existence of material changes before causing a reporting issuer to engage in a securities transaction. It found that the respondents breached s. 67 by failing to disclose various material changes in the affairs of Prime and Calpine before causing these two companies to engage in securities transactions. The Commission also concluded that the non-disclosure of information concerning the private placement issue and the withdrawal of ALC constituted a failure to disclose a material change. Although the material change arising from the controversy surrounding the withdrawal of ALC was self-evident, not all material changes are self-evident.

Section 144 of the Act gives the Commission a broad discretion to make orders that it considers to be in the public interest. Thus, a reviewing court should not disturb an order of the Commission unless the Commission has made some error in principle in exercising its discretion or has exercised its discretion in a capricious or vexatious manner.

The Commission exercised its discretion in a judicial manner. Further, it could make the orders it did with respect to the respondents even though the duty to make timely disclosure under s. 67 of the Act applies to a "reporting issuer". Although responsibility for timely disclosure is vested in the reporting issuer, effective responsibility rests with the senior officers and the directors of the reporting issuer. In addition, s. 144 of the Act not only gives the Commission a broad power to make orders it considers to be in the public interest but also confers upon the Commission the authority to make orders with respect to "a person". The Commission's

mesure où les faits importants et les changements importants sont divulgués comme il se doit avant l'opération, il n'y a pas de risque d'opérations d'initiés. L'établissement d'une muraille de Chine n'élimine pas l'obligation qu'ont les administrateurs de s'enquérir des changements importants, puisque c'est l'émetteur qui, en vertu de l'art. 67, doit respecter les exigences en matière de divulgation.

Il existe de nombreux éléments de preuve à l'appui de chacune des conclusions de la Commission et il n'y a pas lieu de les modifier. La Commission a conclu que les renseignements contenus dans les résultats de forage peuvent constituer un changement important dans les affaires d'un émetteur assujéti et que l'art. 67 impose aux cadres supérieurs une obligation de s'enquérir de l'existence de changements importants avant qu'un émetteur assujéti puisse participer à une opération sur valeurs mobilières. Elle a conclu que les intimés avaient contrevenu à l'art. 67 en omettant de divulguer divers changements importants dans les affaires de Prime et de Calpine avant que celles-ci prennent part à des opérations sur valeurs mobilières. La Commission a aussi conclu que la non-divulgation de renseignements sur la question du placement privé et le retrait d'ALC constituaient une omission de divulguer un changement important. Bien que le changement important découlant de la controverse relative au retrait d'ALC ait été tout à fait évident, ce n'est pas le cas de tous les changements importants.

L'article 144 de la Loi donne à la Commission un vaste pouvoir discrétionnaire de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public. En conséquence, un tribunal qui siège en révision ne devrait pas modifier une ordonnance rendue par la Commission, sauf si celle-ci a commis une erreur de principe dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire ou si elle l'a exercé d'une façon arbitraire ou vexatoire.

La Commission a exercé son pouvoir discrétionnaire d'une manière judiciaire. En outre, elle pouvait rendre les ordonnances en question contre les intimés même si l'obligation d'information occasionnelle prévue à l'art. 67 de la Loi est imposée à un «émetteur assujéti». Bien que l'obligation d'information occasionnelle soit imposée à l'émetteur assujéti, ce sont les cadres supérieurs et les administrateurs qui ont en fait cette responsabilité. Par ailleurs, l'art. 144 de la Loi confère à la Commission non seulement un vaste pouvoir de rendre les ordonnances qu'elle estime dans l'intérêt public mais aussi le pouvoir de rendre des ordonnances relativement à «une personne». La Commission avait toute la compétence

order with respect to costs was well within its jurisdiction; considerable deference was in order.

Cases Cited

Referred to: *Canadian Union of Public Employees, Local 963 v. New Brunswick Liquor Corp.*, [1979] 2 S.C.R. 227; *U.E.S., Local 298 v. Bibeault*, [1988] 2 S.C.R. 1048; *Domtar Inc. v. Quebec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 S.C.R. 756; *Zurich Insurance Co. v. Ontario (Human Rights Commission)*, [1992] 2 S.C.R. 321; *Canada (Attorney General) v. Mossop*, [1993] 1 S.C.R. 554; *University of British Columbia v. Berg*, [1993] 2 S.C.R. 353; *Bell Canada v. Canada (Canadian Radio-Television and Telecommunications Commission)*, [1989] 1 S.C.R. 1722; *United Brotherhood of Carpenters and Joiners of America, Local 579 v. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 S.C.R. 316; *Brosseau v. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 S.C.R. 301; *National Corn Growers Assn. v. Canada (Import Tribunal)*, [1990] 2 S.C.R. 1324; *Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*, [1978] 2 S.C.R. 112; *Four Star Mgmt. Ltd. v. B.C. Securities Comm.* (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195, leave to appeal refused *sub nom. Williams (Byron Leslie) v. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 S.C.R. xv; *Gordon Capital Corp. v. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713; *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595; *Bay Street West Securities (1983) Inc. v. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19.

Statutes and Regulations Cited

Company Act, R.S.B.C. 1979, c. 59, ss. 1, 255, 267, 272. *Securities Act*, S.B.C. 1985, c. 83, ss. 1(1) "material change", "material fact", 14(1), (2), 44(1) [am. 1989, c. 78, s. 16], 45(2) [am. 1989, c. 78, s. 16], 47(1), (2), 48(1) [am. 1989, c. 58, s. 12], 49(1) [am. 1989, c. 78, s. 20], 50(1), 67, 68 [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 25], 144(1)(a) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], (b) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], (c) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39, am. 1990, c. 25, s. 49], (d) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 39], 149(a) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 43, am. 1992, c. 52, s. 27], (b) [rep. & sub. 1989, c. 78, s. 43], (c) [ad. 1992, c. 52, s. 27], 154.2 [ad. 1988, c. 58, s. 25].

requis pour rendre l'ordonnance quant aux dépens. C'est pourquoi il y avait lieu de faire preuve d'une grande retenue.

a Jurisprudence

Arrêts mentionnés: *Le Syndicat canadien de la Fonction publique, section locale 963 c. La Société des alcools du Nouveau-Brunswick*, [1979] 2 R.C.S. 227; *U.E.S., local 298 c. Bibeault*, [1988] 2 R.C.S. 1048; *Domtar Inc. c. Québec (Commission d'appel en matière de lésions professionnelles)*, [1993] 2 R.C.S. 756; *Zurich Insurance Co. c. Ontario (Commission des droits de la personne)*, [1992] 2 R.C.S. 321; *Canada (Procureur général) c. Mossop*, [1993] 1 R.C.S. 554; *Université de la Colombie-Britannique c. Berg*, [1993] 2 R.C.S. 353; *Bell Canada c. Canada (Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes)*, [1989] 1 R.C.S. 1722; *Fraternité unie des charpentiers et menuisiers d'Amérique, section locale 579 c. Bradco Construction Ltd.*, [1993] 2 R.C.S. 316; *Brosseau c. Alberta Securities Commission*, [1989] 1 R.C.S. 301; *National Corn Growers Assn. c. Canada (Tribunal des importations)*, [1990] 2 R.C.S. 1324; *Pacific Coast Coin Exchange c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, [1978] 2 R.C.S. 112; *Four Star Mgmt. Ltd. c. B.C. Securities Comm.* (1990), 46 B.C.L.R. (2d) 195, autorisation de pourvoi refusée *sub nom. Williams (Byron Leslie) c. British Columbia Securities Comm.*, [1991] 1 R.C.S. xv; *Gordon Capital Corp. c. Ontario Securities Commission* (1991), 14 O.S.C.B. 2713; *Re the Securities Commission and Mitchell*, [1957] O.W.N. 595; *Bay Street West Securities (1983) Inc. c. Alberta Securities Commission* (1984), 56 A.R. 19.

g

Lois et règlements cités

Company Act, R.S.B.C. 1979, ch. 59, art. 1, 255, 267, 272. *Securities Act*, S.B.C. 1985, ch. 83, art. 1(1) «changement important», «fait important», 14(1), (2), 44(1) [mod. 1989, ch. 78, art. 16], 45(2) [mod. 1989, ch. 78, art. 16], 47(1), (2), 48(1) [mod. 1989, ch. 58, art. 12], 49(1) [mod. 1989, ch. 78, art. 20], 50(1), 67, 68 [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 25], 144(1)a [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], b) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], c) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39, mod. 1990, ch. 25, art. 49], d) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 39], 149a) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 43, mod. 1992, ch. 52, art. 27], b) [abr. & rempl. 1989, ch. 78, art. 43], c) [aj. 1992, ch. 52, art. 27], 154.2 [aj. 1988, ch. 58, art. 25].

Authors Cited

Alboini, Victor P. *Securities Law and Practice*, 2nd ed., vol. 2 (loose-leaf). Toronto: Carswell, 1984.
 Johnston, David L. *Canadian Securities Regulation*. Toronto: Butterworths, 1977.
 Stevens, George C. and Stephen D. Wortley. "Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation" (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331.

APPEALS from a judgment of the British Columbia Court of Appeal (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257, 96 D.L.R. (4th) 137, 24 W.A.C. 1, allowing an appeal from an order of the British Columbia Securities Commission. Appeals allowed.

M. J. Gregory Walsh and Catharine M. Esson, for the appellant the Superintendent of Brokers.

John L. Finlay and Susan E. Ross, for the appellant the British Columbia Securities Commission.

Alan J. Lenczner, Q.C., and *Winton K. Derby, Q.C.*, for the respondents.

Deborah K. Lovett, for the intervener the Attorney General of British Columbia.

Stephen T. Goudge, Q.C., and *Sandra Forbes*, for the intervener the Ontario Securities Commission.

Frances L. Zinger and Glenda A. Campbell, for the intervener the Alberta Securities Commission.

Bryan Finlay, Q.C., and *Philip Anisman*, for the intervener the Securities Dealers Society of Ontario.

The judgment of the Court was delivered by

IACOBUCCI J. — These appeals (hereinafter referred to in the singular) deal mainly with the appropriate standard of review for an appellate court reviewing a decision of a securities commission which is not protected by a privative clause when there exists a statutory right of appeal and where the case turns on a question of statutory

Doctrine citée

Alboini, Victor P. *Securities Law and Practice*, 2nd ed., vol. 2 (loose-leaf). Toronto: Carswell, 1984.
 Johnston, David L. *Canadian Securities Regulation*. Toronto: Butterworths, 1977.
 Stevens, George C. and Stephen D. Wortley. «Murray Pezim in the Court of Appeal: Draining the Lifeblood from Securities Regulation» (1992), 26 *U.B.C. L. Rev.* 331.

POURVOIS contre un arrêt de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique (1992), 66 B.C.L.R. (2d) 257, 96 D.L.R. (4th) 137, 24 W.A.C. 1, qui a accueilli un appel contre une ordonnance de la British Columbia Securities Commission. Pourvois accueillis.

M. J. Gregory Walsh et Catharine M. Esson, pour l'appelant le Superintendent of Brokers.

John L. Finlay et Susan E. Ross, pour l'appelante la British Columbia Securities Commission.

Alan J. Lenczner, c.r., et *Winton K. Derby, c.r.*, pour les intimés.

Deborah K. Lovett, pour l'intervenant le procureur général de la Colombie-Britannique.

Stephen T. Goudge, c.r., et *Sandra Forbes*, pour l'intervenant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Frances L. Zinger et Glenda A. Campbell, pour l'intervenant l'Alberta Securities Commission.

Bryan Finlay, c.r., et *Philip Anisman*, pour l'intervenant la Securities Dealers Society of Ontario.

Version française du jugement de la Cour rendu par

LE JUGE IACOBUCCI — Les présents pourvois (ci-après mentionnés au singulier) portent principalement sur la norme de contrôle applicable à une cour d'appel siégeant en révision d'une décision d'une commission des valeurs mobilières qui n'est pas protégée par une clause privative, lorsque la loi prévoit un droit d'appel et que le litige vise une

interpretation. The appeal also raises issues of compliance with the timely disclosure requirements under applicable securities legislation.

I. Facts

At the relevant time, the respondents were directors and senior managers of Prime Resources Corporation ("Prime"), a company which headed a large corporate network which consisted of Prime, various wholly owned subsidiaries, and Prime's "managed companies", a group of about 50 public junior resource companies controlled and managed by Prime. Murray Pezim was the chairperson of Prime's board of directors and was responsible for promoting and arranging financing for Prime and the managed companies. Lawrence Page was Prime's vice president and was responsible for administration within Prime and for liaison with Prime's outside legal counsel. Finally, John Ivany was president and chief executive officer of Prime. He was also responsible for the overall direction of Prime and played a role in raising financing for the corporation.

One of Prime's managed companies was Calpine Resources Inc. ("Calpine"), which was involved in mineral exploration and development in northern British Columbia. Prime held 23 per cent of Calpine's common shares. The respondents were also directors of Calpine.

Both Prime and Calpine were incorporated under the *Company Act*, R.S.B.C. 1979, c. 59 (as amended), and were reporting issuers whose common shares were listed for trading on the Vancouver Stock Exchange ("VSE"). As such, they were subject to the VSE's rules and policies concerning such matters as public disclosure of information and pricing of options. They were also subject to the continuing and timely disclosure requirements under s. 67 of the *Securities Act*, S.B.C. 1985, c. 83 (as amended) (the "Act"), which required disclosure of "material changes" in the affairs of a reporting issuer as soon as practicable, as well as the insider trading provisions under s. 68 of the

question d'interprétation des lois. Le pourvoi soulève aussi des questions de respect des exigences en matière d'information occasionnelle en vertu des dispositions législatives applicables aux valeurs mobilières.

I. Les faits

À l'époque en cause, les intimés étaient administrateurs et cadres supérieurs de Prime Resources Corporation («Prime»), société qui dirigeait un vaste réseau de sociétés composé de Prime, de diverses filiales en propriété exclusive et des «sociétés gérées», un groupe d'environ 50 petites sociétés minières contrôlées et gérées par Prime. Murray Pezim était président du conseil d'administration et avait la responsabilité de promouvoir et d'organiser le financement de Prime et de ses sociétés gérées. Lawrence Page était vice-président et était responsable de l'administration interne de Prime et des rapports avec ses conseillers juridiques externes. Enfin, John Ivany était président et directeur général. Il était responsable de l'ensemble de la direction de Prime et participait à l'obtention du financement pour la société.

L'une des sociétés gérées de Prime était Calpine Resources Inc. («Calpine»), qui œuvrait dans le domaine de l'exploration et de la mise en valeur du minerai dans le nord de la Colombie-Britannique. Prime détenait 23 pour 100 des actions ordinaires de Calpine. Les intimés étaient aussi administrateurs de Calpine.

Prime et Calpine ont été constituées en personne morale en vertu de la *Company Act*, R.S.B.C. 1979, ch. 59 (modifiée), et elles étaient des émetteurs assujettis dont les actions ordinaires étaient officiellement cotées à la Bourse de Vancouver («la Bourse»). Elles se trouvaient en conséquence régies par les règles et politiques de la Bourse en matière de divulgation publique de renseignements et de fixation du prix des options. Elles devaient également se conformer d'une part, aux exigences d'information continue et occasionnelle énoncées à l'art. 67 de la *Securities Act*, S.B.C. 1985, ch. 83 (modifiée) (la «Loi»), qui prévoit la divulgation dès que possible d'un «changement important»

Act. The British Columbia Securities Commission ("the Commission"), which is established by the Act, is charged with administering the Act and ensuring compliance with the requirements of the Act, as well as regulating the VSE.

In the spring of 1990, the Superintendent of Brokers ("Superintendent"), the chief administrative officer of the Commission, instituted proceedings against the respondents in connection with various types of transactions which occurred between July and October, 1989. The Superintendent alleged that the respondents had violated the timely disclosure provisions found in s. 67 of the Act, as well as the insider trading provisions found in s. 68. As a matter of convenience, the impugned transactions have been divided into three categories: the drilling results and share options transactions, the private placement, and the so-called ALC withdrawal. Each of these will be discussed in turn.

A. The Drilling Results and Share Options Transactions

In September 1988, Calpine announced the commencement of drilling on a property known as "Eskay Creek". On May 18, 1989, Calpine announced another drilling program on the same property for the summer of 1989.

Prime Explorations Ltd., one of Prime's wholly owned subsidiaries, was engaged to provide consulting and management services for the project. David Mallo, a staff geologist employed by Prime Explorations, was appointed manager of the Eskay Creek project and prepared regular written reports on the progress of the project. These reports, which contained information on the activity at the camp, as well as visual descriptions and ratings of the holes drilled since the last report, were sent to the president of Prime Explorations, Chet Idziszek, an experienced geologist. Idziszek was responsible for implementing and carrying out a system to compile the drilling and assay results, to ensure the confidentiality of the results, and to determine the time when public disclosure of the results was

survenu dans les affaires d'un émetteur assujéti, et d'autre part, aux dispositions sur les opérations d'initiés prévues à l'art. 68 de la Loi. La British Columbia Securities Commission («la Commission»), constituée par la Loi, a le mandat d'appliquer celle-ci, d'assurer le respect de ses exigences et de régler la Bourse.

Au printemps 1990, le Superintendent of Brokers («le surintendant»), administrateur en chef de la Commission, a intenté des poursuites contre les intimés relativement à diverses opérations conclues entre les mois de juillet et d'octobre 1989. Le surintendant soutenait que les intimés avaient contrevenu aux exigences en matière d'information occasionnelle prévues à l'art. 67 de la Loi, et aux dispositions relatives aux opérations d'initiés visées à l'art. 68. Par souci de commodité, les opérations attaquées ont été divisées en trois catégories: les résultats de forage et les options d'achat d'actions, le placement privé et ce que l'on a appelé le retrait d'ALC. Chacune de ces opérations sera examinée séparément.

A. Les résultats de forage et les options d'achat d'actions

En septembre 1988, Calpine a annoncé le début de travaux de forage sur un terrain appelé «Eskay Creek». Le 18 mai 1989, Calpine a annoncé un autre programme de forage sur le même terrain au cours de l'été 1989.

Prime Explorations Ltd., l'une des filiales en propriété exclusive de Prime, a été engagée pour la prestation des services de consultation et de gestion du projet. David Mallo, géologue faisant partie du personnel de Prime Explorations, a été nommé gérant du projet d'Eskay Creek et devait rédiger des rapports périodiques sur l'état d'avancement du projet. Ces rapports renfermaient des renseignements sur l'activité au camp, des descriptions visuelles et des analyses des trous forés depuis le dernier rapport, et étaient ensuite envoyés au président de Prime Explorations, Chet Idziszek, un géologue d'expérience. Idziszek était chargé de mettre sur pied et d'exploiter un système de compilation de résultats de forage et de titrage; il devait aussi assurer la confidentialité des résul-

required. Idziszek also erected a "Chinese Wall" to prevent the non-geological officers of Prime Explorations, including the respondents, from having actual knowledge of the drilling results before they were released to the public.

Early in the first program, that is in the fall of 1988, news releases had been issued to disclose the drilling results from a single hole or even a partial hole. However, by the summer of 1989, the practice was to release results about every two weeks covering several holes.

During the summer program, the drilling concentrated on two zones of mineralization, known as the 21A zone and the 21B zone. Several holes were drilled including holes 71, 93, 101 and 109. During this period, share options were granted and news releases were issued.

The first disclosure on the summer program occurred in a news release, dated June 20, 1989, to announce the commencement of the drilling activity. Five subsequent news releases were issued on July 13, 19, August 2, 15 and 22. The first four of these five news releases were issued after, rather than before, Calpine and Prime granted new share options or reduced the price of previously issued options in favour of directors (including the respondents) and employees. The fifth news release was issued before the fifth impugned share options transaction. As a matter of convenience, I set out the following chronology of events which relate to the five share options transactions and news releases:

<u>Date</u>	<u>Event</u>
July 11/12, 1989	Idziszek and Mallo visit the drill camp and are very impressed with their visual observations. A new zone of mineralization is identified and Mallo states that

tats et déterminer quand ils devaient être rendus publics. Idziszek a aussi érigé une «muraille de Chine» pour empêcher le personnel non géologue de Prime Explorations, y compris les intimes, de connaître les résultats de forage avant qu'ils soient divulgués au public.

Au début du premier programme, à l'automne 1988, on publiait des communiqués sur les résultats obtenus pour un seul trou de forage ou même un trou non complété. Cependant, à l'été 1989, on avait pris l'habitude de publier environ toutes les deux semaines des résultats pour plusieurs trous de forage.

Au cours du programme d'été, les travaux de forage ont surtout été réalisés dans deux zones minéralisées, la zone 21A et la zone 21B. Il y a eu forage de plusieurs trous, dont les trous 71, 93, 101 et 109. Au cours de cette période, des options d'achat d'actions ont été accordées et des communiqués publiés.

La première information relative au programme d'été a été divulguée dans un communiqué en date du 20 juin 1989, dans lequel on annonçait le début des travaux de forage. Par la suite, il y a eu cinq autres communiqués: les 13 et 19 juillet, et les 2, 15 et 22 août. Les quatre premiers ont été publiés après (et non avant) que Calpine et Prime eurent accordé de nouvelles options d'achat d'actions aux administrateurs (y compris les intimes) et aux employés ou leur eurent consenti une réduction du prix d'exercice d'options antérieures. Le cinquième communiqué a été publié avant la cinquième opération d'options d'achat d'actions qui est attaquée. Par souci de commodité, je présente la chronologie des événements entourant les cinq opérations en question et la publication des communiqués:

<u>Date</u>	<u>Événement</u>
11 et 12 juillet 1989	Idziszek et Mallo visitent le camp de forage et sont très impressionnés par ce qu'ils voient. On découvre une nouvelle zone minéralisée

	there is a very good chance that the reserves are doubling.		et Mallo dit qu'il y a de très bonnes chances que les réserves doublent.
July 12, 1989	Calpine grants options on 100,000 of its common shares to the Calpine Employee Plan at a price of \$1.44 per share, the previous close being \$1.63 per share.	<i>a</i> 12 juillet 1989	Dans le cadre du régime des employés, Calpine accorde des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 1,44 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 1,63 \$ l'action.
July 13, 1989	A news release is issued describing the location of the drilling. The assay results for the first hole, hole 71, are ready but they are not disclosed in the news release.	<i>b</i>	
July 13, 1989	A news release is issued describing the location of the drilling. The assay results for the first hole, hole 71, are ready but they are not disclosed in the news release.	<i>c</i> 13 juillet 1989	Un communiqué est publié dans lequel est décrit le lieu du forage. Les résultats de titrage pour le premier trou, le trou 71, sont prêts, mais ne sont pas divulgués dans le communiqué.
July 19, 1989	Calpine issues a news release disclosing the first assay results from the summer drilling program.	<i>d</i> 19 juillet 1989	Calpine publie un communiqué divulguant les premiers résultats de titrage obtenus dans le cadre du programme de forage de l'été.
July 26, 1989	While reviewing the daily fax sent from the drill camp, Mallo finds out that hole 109 is out of the ordinary. Mallo receives chip samples from hole 109 and has assays done on them. At least one of the samples shows very high gold and silver values.	<i>e</i>	
July 26, 1989	While reviewing the daily fax sent from the drill camp, Mallo finds out that hole 109 is out of the ordinary. Mallo receives chip samples from hole 109 and has assays done on them. At least one of the samples shows very high gold and silver values.	<i>f</i> 26 juillet 1989	En examinant la télécopie reçue quotidiennement du camp de forage, Mallo constate que les données pour le trou 109 sont exceptionnelles. Il reçoit des échantillons d'éclats pour le trou 109 et les fait analyser. Au moins un de ces échantillons indique une teneur très élevée en or et en argent.
July 28, 1989	While on vacation, Idziszek is advised that visible gold has been discovered in hole 109. He immediately phones the respondent Ivany to advise him of the discovery. He then calls Mallo who informs him of the results of the chip sample assays for hole 109.	<i>g</i>	
July 28, 1989	While on vacation, Idziszek is advised that visible gold has been discovered in hole 109. He immediately phones the respondent Ivany to advise him of the discovery. He then calls Mallo who informs him of the results of the chip sample assays for hole 109.	<i>h</i> 28 juillet 1989	Pendant ses vacances, Idziszek est informé que l'on a découvert de l'or visible dans le trou 109. Il téléphone immédiatement à l'intimé Ivany pour l'informer de la découverte. Il appelle ensuite Mallo qui l'informe des résultats de titrage des échantillons pour le trou 109.
		<i>i</i>	
		<i>j</i>	

July 31, 1989	<p>In the morning, Calpine grants options on 100,000 of its common shares to Leslie MacConnell, a long-time associate of Pezim's, at a price of \$2.32 per share, the previous close being \$2.55. Idziszek and Mallo visit the drill camp, arriving about noon. After viewing the drill core and confirming the finding of visible gold, Idziszek phones Pezim at about 1:30 p.m. and informs him of the visible gold. In the late afternoon, Pezim signs and files a declaration in which he certifies that there are no undisclosed material changes in the affairs of Calpine.</p>	31 juillet 1989	<p>Dans la matinée, Calpine accorde à Leslie MacConnell, un associé de longue date de Pezim, des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 2,32 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 2,55 \$. Vers midi, Idziszek et Mallo arrivent pour visiter le camp de forage. Après avoir examiné la carotte de forage et confirmé la présence d'or visible, Idziszek téléphone à Pezim vers 13 h 30 et l'informe de la découverte. En fin d'après-midi, Pezim signe et dépose une déclaration dans laquelle il atteste qu'il n'est survenu aucun changement important non divulgué dans les affaires de Calpine.</p>
August 1, 1989	<p>Idziszek and Mallo begin to prepare a news release and correlate the assay results that are in the office.</p>	1 ^{er} août 1989	<p>Idziszek et Mallo commencent à rédiger un communiqué et comparent les résultats de titrage qu'ils ont entre les mains.</p>
August 2, 1989	<p>At Pezim's request, trading in Calpine's shares is halted from 9:40 a.m. until 9:30 a.m. the following day. A news release is issued announcing the assay results for several more holes as well as the discovery of visible gold in hole 109.</p>	2 août 1989	<p>À la demande de Pezim, les opérations sur les actions de Calpine sont suspendues à partir de 9 h 40 jusqu'à 9 h 30 le lendemain. Un communiqué est publié annonçant les résultats de titrage pour plusieurs autres trous ainsi que la découverte d'or visible dans le trou 109.</p>
August 14, 1989	<p>The final gold and silver assays for holes 93 and 101 arrive. They included "very good numbers".</p>	14 août 1989	<p>On obtient les résultats définitifs des teneurs en or et en argent pour les trous 93 et 101. Les données sont très positives.</p>
August 15, 1989	<p>Prime reduces, to \$2.13 per share, the exercise price of</p>	15 août 1989	<p>Prime réduit à 2,13 \$ l'action le prix d'exercice des</p>

options on 3,351,383 of its common shares already granted, the previous close being \$2.47. Most of these options are held by Senior Management of Prime, including the respondents. In the afternoon, Calpine issues a news release disclosing the assay results for holes 93 and 101.

options déjà accordées sur 3 351 383 de ses actions ordinaires, par rapport à un cours de clôture de 2,47 \$. La plupart de ces options sont détenues par les cadres supérieurs de Prime, dont les intimés. Dans l'après-midi, Calpine publie un communiqué renfermant les résultats de titrage pour les trous 93 et 101.

August 16, 1989 The final total gold assays for hole 109 arrive at Prime Explorations in the afternoon.

16 août 1989

Prime Explorations reçoit dans l'après-midi les résultats définitifs de la teneur en or pour le trou 109.

August 17, 1989 Prime grants options on 125,000 of its common shares to Richard Warke and Murray Garrison, two Prime employees, at an exercise price of \$2.28 per share, the previous close being \$2.50. In the afternoon, Pezim signs and files a declaration in which he certifies that there are no undisclosed material changes in the affairs of Prime.

17 août 1989

Prime accorde à Richard Warke et Murray Garrison, deux employés de Prime, des options sur 125 000 actions ordinaires, à un coût de 2,28 \$ l'action, par rapport à un cours de clôture de 2,50 \$. Dans l'après-midi, Pezim signe et dépose une déclaration dans laquelle il atteste qu'il n'est survenu aucun changement important non divulgué dans les affaires de Prime.

August 22, 1989 Calpine issues a news release (dated August 21) disclosing a detailed description of the assay results for hole 109, as well as information on visual observations of nearby holes that had been subsequently drilled.

22 août 1989

Calpine publie un communiqué (en date du 21 août) décrivant en détail les résultats de titrage pour le trou 109 et comprenant des renseignements sur les observations faites dans les trous voisins forés par la suite.

August 24, 1989 Calpine grants options on 100,000 of its common shares to the Calpine Employee Plan and to Norman Pezim, Murray Pezim's brother, at an exercise

24 août 1989

Calpine accorde au régime des employés de Calpine et à Norman Pezim, frère de Murray Pezim, des options sur 100 000 de ses actions ordinaires, au coût de 4,78 \$