

Appendice D

ii) Faits nouveaux au Royaume-Uni

Linklaters

Le 8 septembre 2006

I. Introduction

Les présentes résument les lois et règlements au Royaume-Uni prévoyant la communication de l'information au moment de l'admission de valeurs mobilières sur les marchés financiers britanniques, ainsi que les exigences visant l'établissement d'un prospectus avant qu'une offre de valeurs mobilières au public ne soit faite. Elles portent également sur les exigences d'information continue auxquelles les émetteurs sont assujettis lorsqu'ils sont admis sur un marché financier du Royaume-Uni.

Au Royaume-Uni, les régimes d'admission et de prospectus n'existent pas isolément. Ils sont enchâssés dans un filet de lois et de règlements conçu pour assurer que les investisseurs sont adéquatement protégés et que les marchés inspirent confiance¹. Ces dispositions exigent notamment que toute personne qui vend des valeurs mobilières au Royaume-Uni soit agréée par la Financial Services Authority (« **FSA** »)² et aux termes des règles³ imposées par la FSA aux personnes ainsi agréées; ces règles comprennent des dispositions détaillées régissant la façon dont les personnes agréées traitent avec leurs clients, ainsi que des principes généraux. Il existe aussi un régime prévu par la loi interdisant la communication, dans le cours des affaires, d'une invitation ou d'une sollicitation à participer à une activité de placement, sauf lorsque la communication est faite ou approuvée par une personne agréée par la FSA⁴.

Cependant, les présentes examinent seulement la partie de ce filet de protection se rapportant à l'admission de valeurs mobilières sur les marchés financiers du Royaume-Uni et, plus particulièrement, à l'obligation d'établir un prospectus aux fins de cette admission ou de la présentation d'une offre au public.

Une grande partie de l'analyse concerne la directive sur le prospectus⁵ (« **DP** ») et son règlement connexe⁶ (« **règlement** »), la directive sur la transparence⁷ (« **DT** ») et la directive sur l'abus des marchés⁸ (« **DAM** ») de l'Union européenne, étant donné que les lois du Royaume-Uni dans ce domaine sont (ou seront dans le cas de la DT) fondées très étroitement sur ces mesures européennes; la compréhension de ces directives facilitera l'examen des régimes en vigueur dans d'autres territoires de l'Espace économique européen (« **EEE** »). Notre analyse se limite cependant à l'interprétation britannique de ces directives. La façon dont elles sont mises en œuvre dans d'autres États européens peut différer à certains égards (même s'il est prévu que la DP sera mise en œuvre uniformément dans tous les États).

La DP et la DAM ont été mises en œuvre au Royaume-Uni au moyen des modifications apportées à la *Financial Services and Markets Act 2000* (« **FSMA** ») et des règles adoptées par la FSA en vertu des pouvoirs qui lui sont conférés par cette loi. La DT entrera en vigueur seulement le 20 janvier 2007.

¹Voir, par exemple, les objectifs prévus par la loi à l'égard de la Financial Services Authority, l'organisme de réglementation des marchés financiers au Royaume-Uni, qui sont énoncés à l'article 2(2) de la *Financial Services and Markets Act 2000* (« **FSMA** »).

²FSMA, article 19.

³Ces règles figurent dans le manuel de la FSA à l'adresse <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>. Les règles prévoient des exigences détaillées à l'égard de ceux qui traitent avec un petit investisseur visant à assurer qu'ils connaissent leur client et sa situation particulière et qu'ils évaluent adéquatement la convenance de leur produit à ce client.

⁴FSMA, article 21 et *Financial Services and Markets Act 2000* (Financial Promotion) Order 2005.

⁵Directive 2003/71/CE. La directive est en vigueur dans tous les pays qui sont membres de l'Espace économique européen (« **EEE** »), ce qui comprend l'Union européenne ainsi que la Norvège, le Liechtenstein et l'Islande.

⁶Règlement (CE) n° 809/2004

⁷Directive 2004/109/CE

⁸Directive 2003/6/CE

II. Offres au public et admission sur les marchés réglementés⁹

2.1 Contexte de l'Union européenne

Le régime régissant l'inscription et l'offre de valeurs mobilières au public au Royaume-Uni a été modifié le 1^{er} juillet 2005, au moment de la mise en œuvre de la DP.

L'un des principaux objectifs de la DP est de favoriser l'achèvement d'un véritable marché des valeurs mobilières unique dans l'EEE¹⁰. Bien que les directives antérieures contenaient des dispositions de reconnaissance réciproque permettant l'utilisation des prospectus par-delà les frontières, ces arrangements ne fonctionnaient pas bien dans la pratique pour obtenir une inscription ou faire une offre au public dans un certain nombre de pays de l'EEE. Cette difficulté provenait largement de ce que le pays « d'accueil » (soit l'État dans lequel la deuxième inscription ou offre était faite) insistait souvent pour obtenir une traduction intégrale du prospectus et l'inclusion d'informations supplémentaires – par exemple, au sujet des exigences fiscales locales. Le coût et le temps nécessaires pour répondre à ces exigences étaient suffisamment rebutants pour limiter les placements faits dans l'ensemble de l'EEE principalement aux marchés des grands investisseurs, sur lesquels les placements dans les États d'accueil étaient faits aux termes d'une dérogation à l'exigence d'établir un prospectus (par exemple, en raison du fait que l'offre n'était adressée qu'aux investisseurs professionnels).

Les directives examinées dans les présentes ont pour objet d'éliminer ces obstacles et d'instaurer un régime harmonisé au sein de l'EEE. Au moyen des directives, la Commission européenne souhaite créer un véritable marché des valeurs mobilières unique dans l'EEE, ayant notamment pour objectif de faciliter la mobilisation des capitaux et d'améliorer la confiance du public dans les marchés financiers.

2.2 L'exigence de prospectus

La DP prévoit l'établissement d'un prospectus, qui contient certains renseignements détaillés obligatoires lorsqu'une offre au public est faite dans un État de l'EEE ou qu'une demande est faite aux fins de l'admission de valeurs mobilières sur un marché réglementé de l'EEE. Ces exigences ne s'appliquent pas aux gouvernements de l'EEE, à leurs autorités régionales ou locales ou aux émissions garanties par ceux-ci, aux organisations publiques internationales dont un État de l'EEE est membre, aux dépôts garantis émis par certains établissements de crédit de l'EEE et aux petites offres (inférieures à 2 500 000 € sur une période de 12 mois)¹¹. Le prospectus doit être approuvé par l'autorité compétente appropriée et publié avant que l'offre ou la demande d'admission ne soit faite.

Dans les deux cas, des dérogations sont prévues.

⁹Les directives de l'EEE distinguent un certain nombre de types de marché différents. Les « marchés réglementés » sont définis dans la directive concernant les services d'investissement (directive du Conseil 93/22/CEE), qui sera bientôt remplacée par la directive concernant les marchés d'instruments financiers, et comprennent les marchés principaux de l'EEE. De plus, en partie à la suite de la mise en œuvre de la DP, de la DAM et de la DT, divers pays ont permis l'établissement de marchés qui ne sont pas des marchés réglementés (et qui ne sont donc pas visés par ces directives), mais qui sont des marchés « inscrits » – par exemple, le Professional Securities Market de la Bourse de Londres. Les « marchés inscrits », aux fins de la législation de l'EEE, sont ceux sur lesquels des valeurs mobilières sont admises sur la « liste officielle » d'un pays donné. Afin d'obtenir ce statut, un document d'information (appelé « prospectus pour l'admission ») doit être préparé aux termes de la directive concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil). Ces marchés fonctionnent en parallèle. Les valeurs mobilières admises sur certains marchés, comme les marchés réglementés du Royaume-Uni, sont cependant aussi admises sur la liste officielle.

¹⁰Voir, par exemple, le considérant (4) de la DP – « La directive constitue un instrument essentiel à l'achèvement d'un marché intérieur [...] visant à garantir [...] un accès aussi large que possible au capital-investissement dans toute la Communauté ».

¹¹DP, article 1.2.

2.2.1 Offre au public

Selon la directive, lorsque des valeurs mobilières sont offertes au public dans un État membre, il faut qu'un prospectus soit établi en conformité avec la directive et la législation connexe par la personne faisant l'offre¹².

La directive définit l'« offre au public » comme « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières »¹³. Cette définition, qui est très large, englobera les communications qui ne constituent pas une offre contractuelle (soit une offre pouvant être acceptée de façon à former un contrat).

Toutefois, certaines dérogations permettent que de telles communications soient faites sans avoir à établir préalablement un prospectus. Par exemple, aucun prospectus n'est requis dans les cas suivants :

- lorsque la communication est adressée à un investisseur qualifié¹⁴. La définition d'investisseur qualifié¹⁵ comprend les personnes agréées (comme les banques d'investissement, les entreprises d'assurance et les fonds de pension et de retraite), les institutions supranationales et les gouvernements. La dérogation vise aussi les personnes morales qui présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : a) au moins 250 salariés, b) un « total du bilan » supérieur à 43 000 000 € et c) un chiffre d'affaires annuel supérieur à 50 000 000 €. Les États membres ont aussi la possibilité d'inclure des personnes répondant à des critères particuliers dans la définition¹⁶
- lorsque la communication se rapporte à des valeurs mobilières dont la valeur nominale s'élève à au moins 50 000 €¹⁷
- lorsque les valeurs mobilières auxquelles la communication se rapporte peuvent uniquement être acquises pour un prix total d'au moins 50 000 €¹⁸
- lorsque les actions sont offertes en substitution d'actions de même catégorie (sauf si l'émission entraîne une augmentation du capital-actions souscrit)¹⁹
- dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion, lorsque des actions sont offertes à titre de contrepartie partielle et qu'un document équivalent à un prospectus est établi²⁰

¹²DP, article 3.1.

¹³DP, article 2.1(d).

¹⁴DP, article 3.2(a).

¹⁵DP, article 2.1(e).

¹⁶DP, article 2.1(e)(iv).

¹⁷DP, article 3.2(d).

¹⁸DP, article 3.2(c).

¹⁹DP, article 4.1(a).

²⁰DP, article 4.1(b) et (c).

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

- dans le cas des actions offertes gratuitement et des dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, pour autant qu'un document indique le nombre et la nature des actions ainsi que les raisons et les modalités de l'offre²¹
- dans le cas de certaines offres d'actions faites à des salariés, pour autant qu'un document indique le nombre et la nature des actions ainsi que les raisons et les modalités de l'offre²²
- lorsque la communication est adressée à moins de 100 personnes, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre²³.

Ce dernier cas de dérogation pourrait créer la possibilité de se soustraire à l'exigence de prospectus. Une personne désirant adresser une offre à 900 investisseurs non visés par une dérogation (dispensés) pourrait se servir de 10 intermédiaires financiers, qui présenteraient chacun l'offre à 90 investisseurs non dispensés, permettant ainsi à ces derniers d'être couverts par la dérogation. Afin de prévenir une telle situation, la dernière phrase de l'article 3.2 prévoit que pour se soustraire à l'exigence d'établir un prospectus, la personne faisant la communication doit s'assurer que *toutes* les communications faites aux investisseurs non dispensés sont visées par une dérogation. Ce ne serait pas le cas dans l'exemple précédent (puisque la communication est adressée à 900 investisseurs non dispensés), de sorte qu'il faudrait établir un prospectus.

2.2.2 Admission sur les marchés réglementés

La deuxième circonstance déclenchant l'établissement d'un prospectus aux termes de la directive survient lorsqu'un émetteur veut être admis sur un marché réglementé de l'EEE²⁴.

Des dérogations sont également prévues à l'égard de ce qui suit :

- les actions représentant, sur une période de 12 mois, moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé²⁵
- les actions offertes en substitution d'actions de même catégorie déjà admises sur le même marché réglementé (sauf si l'émission entraîne une augmentation du capital-actions souscrit)²⁶
- les actions offertes dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion à titre de contrepartie partielle, pour autant qu'un document équivalent à un prospectus soit établi²⁷
- les actions offertes gratuitement et les dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, pour autant qu'un document indique le nombre et la nature des actions ainsi que les raisons et les modalités de l'offre²⁸

²¹DP, article 4.1(d).

²²DP, article 4.1(e).

²³DP, article 3.2(b).

²⁴DP, article 3.3.

²⁵DP, article 4.2(a).

²⁶DP, article 4.2(b).

²⁷DP, article 4.2(c) et (d).

²⁸DP, article 4.2(e).

-
- certaines offres d'actions faites à des salariés, pour autant qu'un document indique le nombre et la nature des actions ainsi que les raisons et les modalités de l'offre²⁹
 - les actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres valeurs mobilières (comme une obligation convertible ou échangeable), pour autant qu'elles soient de la même catégorie que celles déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé³⁰.

Dans tous les autres cas, si l'émetteur veut faire admettre ses valeurs mobilières sur un marché réglementé de l'EEE, il doit établir un prospectus conforme à la directive.

Lorsque des valeurs mobilières doivent à la fois être admises sur un marché réglementé de l'EEE et offertes au public, il est possible de préparer un seul prospectus à ces deux fins.

2.3 Le schéma du prospectus

Les exigences quant au schéma et au contenu du prospectus prévues par la DP sont identiques selon que les valeurs mobilières doivent être offertes au public ou qu'elles doivent être admises sur un marché réglementé de l'EEE. Trois possibilités s'offrent à l'émetteur quant au schéma du prospectus.

Le prospectus en trois parties. L'émetteur qui sollicite fréquemment les marchés peut choisir d'établir un prospectus comprenant trois parties³¹. La première partie, à savoir le document d'enregistrement, contient la description de l'émetteur et de son entreprise, ainsi que ses états financiers. La deuxième partie, à savoir la note relative aux valeurs mobilières, est préparée au moment de l'émission et contient les détails des valeurs mobilières offertes. La troisième partie, à savoir le résumé, est requis lorsque les valeurs mobilières ont une valeur nominale inférieure à 50 000 €³². Le résumé doit exposer brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci³³. Il doit aussi contenir divers avertissements indiquant qu'il doit être lu uniquement comme une introduction au prospectus, que les personnes responsables du prospectus engagent une responsabilité à l'égard du résumé seulement s'il est trompeur par rapport au reste du prospectus et que l'investisseur peut avoir à supporter les frais de la traduction du prospectus exigée éventuellement par les tribunaux compétents dans son territoire³⁴.

Le document d'enregistrement demeure préalable pendant toute l'année et, pour autant qu'il soit à jour, seulement la courte note relative aux valeurs mobilières et le court résumé (s'il y a lieu) devront être établis à l'égard de chaque émission faite au cours de cette période³⁵.

²⁹DP, article 4.2(f).

³⁰DP, article 4.2(g).

³¹DP, article 5.3.

³²DP, article 5.2, dernier paragraphe – mais les États membres ont le droit de prévoir dans leur législation nationale qu'un résumé doit être rédigé dans leur langue officielle lorsque des valeurs mobilières sont offertes au public ou admises sur un marché réglementé dans leur territoire (DP, article 19.4). Mentionnons aussi que la dérogation à l'égard d'un placement d'au moins 50 000 € ne s'applique pas aux titres de capital (qui n'ont pas de valeur nominale) ou à certains types de valeurs mobilières liées à des titres de capital.

³³DP, article 5.2.

³⁴DP, article 5.2.

³⁵DP, article 12.1.

Le résumé est une innovation intéressante. Son utilité tient au fait que le prospectus, une fois approuvé par l'autorité de l'État d'origine, sera valide universellement dans l'ensemble de l'Europe³⁶ sans traduction (pour autant qu'il soit établi dans une langue « usuelle dans la sphère financière internationale », comme l'anglais³⁷). Cependant, si la valeur nominale de l'émission met celle-ci à la portée des petits investisseurs, ceux-ci doivent être en mesure de lire et de comprendre au moins les éléments clés figurant dans le prospectus. Ces renseignements doivent figurer dans un résumé, dont la longueur ne devrait pas dépasser 2 500 mots³⁸.

Le prospectus constituant un document unique. Étant donné que les émetteurs sollicitant moins fréquemment les marchés ne seront pas intéressés à établir un document d'enregistrement, la DP prévoit aussi qu'un prospectus peut être établi en tant que document unique. Ce document doit également contenir tous les éléments devant figurer dans un prospectus en trois parties, y compris un résumé (sauf si les valeurs mobilières émises ont une valeur nominale d'au moins 50 000 €³⁹).

Programmes. Comme solution de rechange au prospectus en trois parties, la DP permet aux émetteurs de titres autres que de capital d'établir un prospectus de base dans le cadre d'un programme d'offre. Le prospectus de base doit contenir toutes les informations utiles relatives à l'émetteur et aux valeurs mobilières devant être offertes dans le cadre du programme⁴⁰, autres que celles qui ne sont pas connues lorsque le prospectus de base est approuvé et qui ne peuvent être déterminées qu'au moment d'une émission particulière⁴¹. Cette information manquante est fournie au moment de chaque émission dans le cadre du programme au moyen d'un document appelé « conditions définitives ».

2.4 Contenu du prospectus

Le prospectus doit contenir toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières⁴².

Le règlement ajoute des détails à cette norme générale de communication de l'information. Il contient une liste détaillée des exigences d'information applicables à différentes catégories d'émetteurs et de valeurs mobilières – par exemple, en ce qui concerne les actions (annexes I et III), les titres de créance et instruments dérivés destinés aux petits investisseurs (ayant une valeur nominale inférieure à 50 000 €) (annexes IV et V), les titres de créance et instruments dérivés destinés aux grands investisseurs (annexes IX et XIII), les banques de l'OCDE (annexe XI), les États et autorités régionales (annexe XVI), les titres adossés à des actifs (annexe VIII) et les certificats représentatifs d'actions (annexe X).

Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) émet des lignes directrices de temps à autre concernant l'interprétation de ces dispositions.

³⁶Voir le paragraphe 2.8 ci-dessous.

³⁷DP, article 19.2.

³⁸DP, considérant (21).

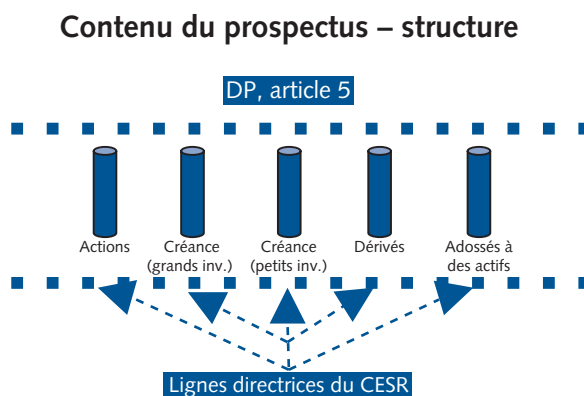
³⁹Notons que la dérogation à l'égard d'un placement d'au moins 50 000 € ne s'applique pas aux titres de capital (qui n'ont pas de valeur nominale) ou à certains types de valeurs mobilières liées à des titres de capital.

⁴⁰DP, article 5.4.

⁴¹Règlement, article 22.2.

⁴²DP, article 5.1.

Cette structure de communication de l'information est illustrée dans le diagramme suivant :



L'information peut être incluse par référence dans un prospectus si elle figure dans un document déjà approuvé par l'autorité compétente de l'État d'origine (par exemple, un autre prospectus) ou déposé auprès d'elle conformément à la DP ou à certaines autres directives⁴³. Étant donné que la DP exige que toutes les informations qui ont été déposées auprès des autorités de régulation des valeurs mobilières de *tout* territoire soient mentionnées sur une liste fournie chaque année à l'autorité compétente de l'État d'accueil⁴⁴, il devrait être possible de déposer les informations mentionnées sur la liste auprès de l'autorité compétente et d'inclure par référence ensuite son contenu (ou une partie de celui-ci au besoin) dans un prospectus.

Une des plus importantes distinctions établies par le règlement consiste en la différence entre les valeurs mobilières destinées aux grands investisseurs et les valeurs mobilières destinées aux petits investisseurs. Les valeurs mobilières destinées aux grands investisseurs (décrites comme des valeurs mobilières ayant une valeur nominale d'au moins 50 000 €⁴⁵) sont assujetties à un régime de communication de l'information moins strict, étant donné que les investisseurs professionnels qui les achètent sont plus avertis que les petits investisseurs⁴⁶.

Il est possible d'omettre le prix de l'offre et le nombre des valeurs mobilières définitifs dans un prospectus (par exemple, lorsqu'on veut sonder l'intérêt des petits investisseurs pour une émission particulière avant de déterminer ces éléments). Cependant, si le prix et le nombre des valeurs mobilières ne sont pas présentés, le prospectus doit indiquer les critères qui serviront à déterminer ces éléments ou (dans le cas du prix) indiquer le prix maximum. Dans le cas contraire, les investisseurs qui ont accepté d'acheter ou de souscrire les valeurs mobilières auront le droit de retirer leur acceptation pendant une période d'au moins deux jours ouvrables suivant la détermination du prix et du nombre des valeurs mobilières définitifs et leur dépôt auprès de l'autorité compétente de l'État d'origine⁴⁷.

L'autorité compétente de l'État d'origine a également le pouvoir de permettre l'omission d'informations qui devraient par ailleurs être incluses dans un prospectus lorsque la communication serait contraire à l'intérêt public ou qu'elle porterait

⁴³DP, article 11.1.

⁴⁴Article 10.1. – voir le paragraphe 3.2 ci-dessous.

⁴⁵Règlement, article 12. Dans le cas des valeurs mobilières libellées dans une autre monnaie que l'euro, l'équivalent de la valeur nominale en euros est déterminé à la date de l'émission.

⁴⁶Ou autrement dit dans le langage plutôt obscur du considérant (14) du règlement : « Les grands investisseurs devraient pouvoir prendre leurs décisions d'investissement sur la base d'autres éléments que ceux pris en considération par les petits investisseurs ».

⁴⁷DP, article 8.1.

un préjudice grave à l'émetteur (mais seulement si cette omission ne risque pas d'induire les investisseurs en erreur) ou que ces informations sont d'importance mineure uniquement⁴⁸. L'autorité compétente peut également renoncer à certaines exigences d'information lorsque la communication n'est pas adaptée au domaine d'activité ou à la forme juridique de l'émetteur ou aux valeurs mobilières sur lesquelles porte le prospectus⁴⁹.

2.5 Approbation du prospectus

Pour être valide, un prospectus doit être approuvé⁵⁰. Selon l'ancien régime de l'EEE, l'émetteur pouvait choisir l'autorité devant approuver son prospectus. À son gré, il pouvait inscrire une émission au Luxembourg, une autre à Londres et une autre encore à Paris – et l'autorité compétente dans le territoire d'inscription avait la responsabilité d'approuver le prospectus.

Ce n'est plus le cas lorsque les valeurs mobilières offertes au public ou admises sur un marché réglementé consistent en des actions, en certaines catégories de valeurs mobilières liées à des titres de capital⁵¹ ou en d'autres titres ayant une valeur nominale inférieure à 1 000 €. Aux termes de la DP, l'émetteur de telles valeurs mobilières doit faire approuver son prospectus auprès d'une seule autorité compétente, soit l'autorité de l'« État d'origine », même s'il ne fait pas d'offre au public ou s'il ne demande pas d'admission dans cet État.

Dans le cas des émetteurs européens, l'autorité de l'État d'origine est l'autorité compétente dans l'État dans lequel l'émetteur est enregistré⁵². Les émetteurs de l'extérieur de l'Union européenne peuvent choisir entre l'État dans lequel ils ont l'intention d'offrir pour la première fois ces valeurs mobilières au public après le 31 décembre 2003 (date d'entrée en vigueur de la DP) ou celui dans lequel ils ont fait la première demande d'admission sur un marché réglementé⁵³.

Quant aux autres sortes de valeurs mobilières, le choix est plus vaste. L'émetteur peut effectivement choisir l'État dans lequel il veut demander l'inscription et s'adresser à l'autorité compétente aux fins de l'approbation de son prospectus. Cependant, dans le cas de certains émetteurs de l'Union européenne, il peut être relativement difficile d'imaginer ce qui les pousserait à choisir un autre État que celui dans lequel ils sont enregistrés (où ils auront souvent déjà fait approuver un prospectus ou un document d'enregistrement dans le cadre d'une inscription de titres de capital).

La DP prévoit les délais dans lesquels une décision quant à l'approbation doit être rendue par l'autorité compétente de l'État d'origine⁵⁴, bien que celle-ci ne soit pas tenue d'accorder une approbation dans un délai donné – mais simplement de donner une réponse. Si l'autorité veut obtenir certaines précisions ou un complément d'information avant de se prononcer, les délais ne commencent à courir que lorsqu'elle obtient les renseignements demandés.

La DP permet aussi que l'autorité compétente de l'État d'origine délègue l'approbation d'un prospectus à l'autorité compétente d'un autre État, avec l'accord de celle-ci⁵⁵. Le règlement va plus loin et précise que lorsqu'un prospectus de base visant un programme aux termes duquel plusieurs entités peuvent faire une émission doit être approuvé par les

⁴⁸DP, article 8.2.

⁴⁹DP, article 8.3. Le considérant (24) du règlement semble conférer à l'émetteur le droit d'omettre de l'information dans un tel cas.

⁵⁰DP, article 13.1.

⁵¹Lorsque l'émetteur des valeurs mobilières sous-jacentes et l'émetteur des valeurs mobilières sur-jacentes font partie du même groupe.

⁵²DP, article 2.1(m)(i).

⁵³DP, article 2.1(m)(iii).

⁵⁴DP, article 13.2 à 13.4.

⁵⁵DP, article 13.5.

autorités compétentes de plusieurs États d'origine, il conviendrait que ces autorités coopèrent entre elles et, le cas échéant, délèguent l'approbation du prospectus à l'une d'elles⁵⁶. Cependant, la plupart des autorités compétentes de l'EEE sont peu enclines à exercer ces droits de délégation.

2.6 Publication du prospectus

Avant de pouvoir servir aux fins d'une offre au public ou d'une admission sur un marché réglementé, le prospectus doit être déposé auprès de l'autorité compétente de l'État d'origine⁵⁷ et publié⁵⁸. Divers modes de publication sont permis; on peut notamment le rendre accessible par insertion dans un journal à large diffusion dans le pays où l'offre au public est faite ou l'admission est sollicitée, sous une forme imprimée dans les bureaux de l'émetteur et des intermédiaires financiers qui placent l'émission, sous une forme électronique sur le site Web de l'émetteur ou celui de la banque qui place l'émission et sous une forme électronique sur le site Web de l'autorité compétente de l'État d'origine ou du marché réglementé pertinent⁵⁹.

Au Royaume-Uni, le mode de publication le plus fréquemment utilisé est le service de nouvelles électroniques de la Bourse de Londres.

2.7 Mise à jour du prospectus

Un supplément au prospectus doit être établi s'il survient un fait nouveau significatif après l'approbation du prospectus et avant la clôture définitive de l'offre au public ou l'admission au marché réglementé pertinent⁶⁰. Le supplément est assujéti aux mêmes exigences d'approbation et de publication que le prospectus.

Les investisseurs qui ont déjà accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire avant que le supplément ne soit établi ont le droit de retirer leur acceptation⁶¹.

2.8 Utilisation du prospectus à l'extérieur de l'État d'origine – le passeport

L'un des aspects les plus importants de la DP consiste en la simplification de la procédure permettant l'utilisation d'un prospectus approuvé dans un pays (« État d'origine ») aux fins d'une offre au public ou d'une admission sur un marché réglementé dans un autre pays (« État d'accueil »).

La DP prévoit que le prospectus qui est approuvé par l'autorité compétente de l'État d'origine est valide aux fins d'une offre au public ou d'une admission sur un marché réglementé dans un autre État de l'EEE, pour autant que cet État ait reçu la notification prévue à la DP⁶². Les autorités compétentes des États d'accueil ne peuvent engager elles-mêmes ni procédure d'approbation ni aucune procédure administrative à l'égard du prospectus⁶³.

Afin d'obtenir un passeport à l'égard d'un prospectus, l'émetteur doit en faire la demande auprès de l'autorité compétente de l'État d'origine. Dans les trois jours ouvrables, cette autorité doit fournir à l'autorité compétente de l'État

⁵⁶Règlement, considérant (27).

⁵⁷DP, article 14.1.

⁵⁸DP, articles 3.1 et 3.3.

⁵⁹DP, article 14.2.

⁶⁰DP, article 16.1.

⁶¹DP, article 16.2.

⁶²DP, article 17.1.

⁶³DP, article 17.1, dernière phrase.

d'accueil un certificat d'approbation attestant que le prospectus a été établi conformément à la DP et indiquant toute dérogation qu'elle peut avoir accordée quant aux exigences d'information aux termes du règlement⁶⁴. Le certificat doit être accompagné d'un exemplaire du prospectus.

2.9 Documents équivalant à un prospectus

La DP confère à l'autorité compétente de l'État d'origine le pouvoir d'accepter certains documents d'information établis par des émetteurs de l'extérieur de l'EEE à titre d'équivalents de prospectus établis en application de la DP⁶⁵. Ces documents équivalents doivent avoir été élaborés selon des normes internationales édictées par des organisations internationales des commissions de valeurs mobilières (comme l'OICV) et les informations qu'ils contiennent doivent être équivalentes à celles exigées en application de la DP et du règlement.

Une fois acceptés comme équivalents, ces documents sont admissibles aux fins des ententes en matière de passeport comme s'il s'agissait de prospectus⁶⁶.

2.10 Préplacement

2.10.1 Communications à caractère promotionnel

En plus d'exiger l'établissement d'un prospectus lorsque des valeurs mobilières sont offertes au public ou admises sur un marché réglementé, la DP contient des dispositions qui régissent le contenu des communications à caractère promotionnel relatives aux valeurs mobilières. À cette fin, la « communication à caractère promotionnel » est définie largement comme toute annonce a) relative à une offre spécifique de valeurs mobilières au public ou à une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et b) visant à promouvoir spécifiquement la souscription ou l'acquisition de ces titres⁶⁷. Toutefois, aucune définition d'« annonce » n'est donnée.

L'article 34 du règlement dresse une liste non exhaustive des moyens de faire des communications à caractère promotionnel, notamment les communications verbales et écrites comme les appels téléphoniques, les séminaires et présentations, les messages électroniques et les lettres types.

Aux termes de l'article 15 de la directive, les communications à caractère promotionnel doivent respecter les principes suivants :

- a) annoncer qu'un prospectus a été, ou sera, publié et indiquer où les investisseurs peuvent ou pourront se le procurer;
- b) être clairement reconnaissables en tant que telles;
- c) ne pas contenir d'informations erronées ou prêtant à confusion; et
- d) être compatibles avec les informations qui sont (ou seront) contenues dans le prospectus.

En l'occurrence, il convient de rappeler ce qu'un prospectus doit contenir. L'article 5 de la DP exige que le prospectus portant sur une émission contienne toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des

⁶⁴DP, article 18.1 et 18.2.

⁶⁵DP, article 20.1.

⁶⁶DP, article 20.2.

⁶⁷Règlement, article 2(9).

valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières.

Il est donc important que tous les documents de préplacement qui sont distribués dans le cadre d'un nouveau placement soient compatibles avec le prospectus. Plus particulièrement, ces documents ne devraient contenir aucune information supplémentaire par rapport au contenu du prospectus – à moins que cette information soit sans importance pour les investisseurs. Si de l'information significative supplémentaire est diffusée, l'émetteur s'expose à des poursuites pour manquement à ses obligations d'information aux termes de l'article 5 de la directive.

La DP exige aussi, même lorsqu'*aucun* prospectus n'est requis, que les informations importantes fournies par un émetteur ou un offreur aux investisseurs qualifiés (professionnels) ou à des catégories spéciales d'investisseurs, y compris celles diffusées à la faveur de réunions ayant trait à des offres de valeurs mobilières, soient communiquées à tous tels investisseurs auxquels cette offre s'adresse⁶⁸. Cela implique, par exemple, que toutes les informations importantes données dans le cadre de tournées de présentation doivent également être fournies aux investisseurs qui n'y assistent pas. Si les informations sont importantes, elles doivent être incluses dans le prospectus, s'il en est. Le critère d'importance énoncé à l'article 5 de la directive s'applique également dans ce cas.

Le régime applicable aux communications à caractère promotionnel prévu par la directive a été mis en œuvre au Royaume-Uni au moyen des règles sur le prospectus de la FSA. La règle sur le prospectus 3.3 calque les dispositions de la directive et donne certaines indications supplémentaires. L'article 3.3.3G de la règle précise que la communication à caractère promotionnel doit contenir un énoncé en caractères gras et bien visible indiquant qu'il ne s'agit pas d'un prospectus, mais d'une communication à caractère promotionnel, et que les investisseurs ne doivent souscrire aucun des titres transférables mentionnés dans celle-ci, sauf sur le fondement des informations présentées dans le prospectus.

Les communications à caractère promotionnel n'ont pas à être approuvées ni autorisées par la FSA, pour autant qu'elles soient conformes aux exigences de contenu mentionnées ci-dessus. Au Royaume-Uni, la violation de la règle peut entraîner l'imposition d'une amende ou d'un blâme public par la FSA.

L'État membre d'origine est habilité à « vérifier la conformité des activités promotionnelles concernant l'offre au public ou l'admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières⁶⁹ ». En langage clair, cela signifie que l'autorité compétente de l'État d'origine peut vérifier si les communications à caractère promotionnel relatives à une émission sont compatibles avec le contenu du prospectus et qu'elles ne sont pas erronées ou ne prêtent pas à confusion, peu importe où elles sont diffusées. Il pourrait en résulter que des États membres demandent que les communications à caractère promotionnel (y compris les sommaires des modalités ainsi que les prospectus provisoires ou prospectus préalables) leur soient soumises à des fins d'examen avant leur diffusion.

2.10.2 Promotion financière

Au Royaume-Uni, on constate un chevauchement inopportun entre le régime sur les communications à caractère promotionnel prévu par la DP et le régime de promotion financière prévu par la FSMA. L'article 21 de la FSMA interdit la

⁶⁸DP, article 15.5.

⁶⁹DP, article 15.6.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

communication d'une invitation ou d'une sollicitation à participer à une activité de placement, sauf lorsque la communication est faite ou approuvée par une personne agréée par la FSA en vertu de la loi. La « participation à une activité de placement » est définie largement afin d'inclure une variété d'activités en relation avec les valeurs mobilières, y compris la négociation et la structuration de négociations⁷⁰.

Dans le cadre de nombreuses opérations internationales portant sur des valeurs mobilières, les personnes agréées par la FSA sont réticentes à approuver les documents de promotion financière préparés par l'émetteur (comme le prospectus provisoire), étant donné qu'en ce faisant elles s'assujettissent aux dispositions contenues dans les règles de conduite des affaires (*Conduct of Business Rules*) de la FSA. Ces règles prévoient notamment des vérifications de conformité à effectuer par la personne agréée avant l'approbation et avant de pouvoir tenir des registres⁷¹. Bien que la plupart des banques actives en matière de placement de valeurs mobilières effectuent ces vérifications à leurs propres fins, plusieurs d'entre elles préfèrent éviter d'assumer une responsabilité supplémentaire envers leur autorité de régulation.

Le régime de promotion financière prévoit certaines dérogations, notamment en ce qui a trait à la promotion auprès des investisseurs professionnels⁷².

III. Exigences d'information continue visant les émetteurs sur un marché réglementé

3.1 Aperçu

Une fois admis sur un marché réglementé de l'Union européenne, l'émetteur est assujéti à un certain nombre d'obligations d'information continue, qui sont énoncées dans la DP, la DT⁷³ et la DAM, respectivement.

3.2 La directive sur le prospectus

Dans sa version originale, la DP exigeait que tous les émetteurs admis sur un marché réglementé mettent à jour leur prospectus chaque année. À la suite d'une consultation auprès des marchés, cette disposition a été modifiée pour faire en sorte que ces émetteurs fournissent chaque année une liste de toutes les informations qu'ils ont rendues publiques, que ce soit dans l'EEE ou ailleurs, conformément aux lois et règles régissant les valeurs mobilières, les émetteurs de valeurs mobilières et les marchés des valeurs mobilières⁷⁴.

Sur cette liste figure essentiellement une référence, généralement une ligne par élément, indiquant l'information qui a été déposée auprès des autorités de régulation des valeurs mobilières et des bourses partout dans le monde et donnant une indication de l'endroit où cette information est accessible.

La liste doit être déposée auprès de l'autorité compétente de l'État d'origine après la publication des états financiers de l'émetteur⁷⁵.

⁷⁰FSMA, article 21(8) et Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, article 4.

⁷¹*Conduct of Business Rule* 3.12.2 de la FSA.

⁷²Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, articles 19 et 49.

⁷³À la date des présentes, la DT n'a pas été mise en œuvre par les États membres – elle ne sera en vigueur qu'à partir du 20 janvier 2007. Jusqu'à cette date, les émetteurs admis sur des marchés réglementés demeureront assujétiés aux obligations d'information continue prévues par la directive relative à l'admission à la cote officielle.

⁷⁴DP, article 10.1.

⁷⁵DP, article 10.2.

3.3 La directive sur l'abus de marché

Les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché réglementé de l'EEE doivent rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement⁷⁶. Les informations ainsi communiquées doivent figurer sur le site Internet de l'émetteur pendant une période appropriée⁷⁷.

L'« information privilégiée » désigne une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés⁷⁸.

3.4 Directive sur la transparence

Aux termes de la DT, les émetteurs dont les actions sont admises sur un marché réglementé de l'EEE doivent préparer et publier dans l'EEE un rapport financier annuel, un rapport financier semestriel et (pendant les premier et troisième trimestre) un rapport financier intermédiaire⁷⁹.

Les émetteurs de titres de créance uniquement ne sont pas tenus de préparer des rapports financiers trimestriels⁸⁰. De plus, s'ils ont émis uniquement des titres de créance admis dont la valeur nominale est au moins égale à 50 000 €, ils ne sont assujettis d'aucune façon au régime de présentation d'information⁸¹.

Les États et leurs collectivités régionales ou locales, les organismes publics internationaux comptant au moins un État membre de l'EEE parmi leurs membres, la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales de l'EEE sont également dispensées des exigences de présentation d'information de la DT⁸².

3.4.1 Rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels

Le rapport financier annuel doit comprendre les états financiers ayant fait l'objet d'un audit, le rapport de gestion et des déclarations des personnes responsables⁸³.

Le rapport financier semestriel doit comprendre un jeu d'états financiers résumés (n'ayant pas fait l'objet d'un audit) établis selon les exigences de la norme comptable internationale (IAS) applicable à la présentation d'information financière intermédiaire, ainsi qu'un rapport indiquant les événements importants qui se sont produits pendant le premier semestre de l'exercice et des déclarations des personnes responsables⁸⁴.

Les états financiers intermédiaires établis entre les rapports financiers annuels et semestriels doivent prendre la forme d'un rapport financier trimestriel (si la législation nationale de l'émetteur l'exige) ou d'un rapport narratif expliquant les événements et transactions importants qui ont eu lieu pendant la période concernée, accompagné d'une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur pendant cette période.

⁷⁶DAM, article 6.1.

⁷⁷DAM, article 6.1, deuxième paragraphe.

⁷⁸DAM, article 1.1.

⁷⁹DT, articles 4.1, 5.1 et 6.1.

⁸⁰L'article 6.1 de la DT se rapporte uniquement aux émetteurs dont les *actions* sont admises sur un marché réglementé.

⁸¹DT, article 8.1(b) – mais certains États membres, y compris le Royaume-Uni, pourront demander la publication dans l'EEE du rapport financier annuel que cet émetteur prépare aux termes des lois de son territoire d'origine, à titre de mesure d'équivalence globale.

⁸²DT, article 8.1(a).

⁸³DT, article 4.2.

⁸⁴DT, article 5.2.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

Les **états financiers** doivent être établis selon les normes comptables financières internationales (IFRS) lorsque l'émetteur est tenu d'établir des comptes consolidés. Dans d'autres circonstances, les normes comptables conformes au droit interne de l'État membre dans lequel l'émetteur est établi doivent être utilisées⁸⁵. Les états financiers annuels doivent faire l'objet d'un audit selon les normes de l'EEE⁸⁶.

Le **rapport narratif** compris dans le rapport financier annuel doit contenir au moins un exposé intègre de l'évolution et des résultats de l'entreprise de la société et de sa position, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elle fait face. L'examen doit consister en une analyse équilibrée et complète de l'évolution et des résultats de l'entreprise de la société et de sa position, compatible avec la taille et la complexité de l'entreprise. Dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution de la société, de ses résultats et de sa position, l'analyse doit comprendre des indicateurs de résultats clés de nature tant financière que non financière qui sont pertinents à l'entreprise particulière, y compris des informations relatives aux questions touchant l'environnement et les salariés. Le rapport doit aussi indiquer tous les événements importants qui se sont produits depuis la fin de l'exercice et les perspectives probables de la société à cet égard.

Le rapport financier semestriel doit présenter les événements importants qui se sont produits au cours du premier semestre de l'exercice et leur incidence sur les états financiers, ainsi qu'une description prospective des principaux risques et incertitudes auxquels la société fera face au cours du prochain semestre.

La DT prévoit un mécanisme de reconnaissance réciproque des normes de comptabilité et d'audit de pays de l'extérieur de l'EEE⁸⁷, mais on ignore encore comment il sera appliqué. La DT contient également diverses dispositions transitoires à l'égard de certains émetteurs de l'extérieur de l'EEE qui étaient déjà admis sur un marché réglementé de l'EEE lorsque la DT est entrée en vigueur⁸⁸.

La déclaration sur la responsabilité mérite d'être soulignée. Elle constitue la réponse de l'Union européenne à l'adoption de la *Sarbanes-Oxley Act* des États-Unis. Les membres de la direction de la société doivent attester que les informations fournies sont exactes. Chaque État membre doit veiller à ce qu'une responsabilité incombe à ces personnes si ce n'était pas le cas⁸⁹.

3.4.2 Informations réglementées

En plus de présenter des rapports réguliers, tous les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché réglementé de l'EEE doivent communiquer les informations réglementées⁹⁰. L'information réglementée comprend toute information que l'émetteur est tenu de communiquer aux termes de la DT, de l'article 6 de la DAM ou des dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un État membre adoptées en vertu de la DT⁹¹. Bien que cette disposition

⁸⁵DT, article 4.3 et 5.3.

⁸⁶DT, article 4.4. Les normes sont énoncées dans la quatrième directive du Conseil 78/660/CEE et l'article 37 de la directive 83/349/CEE.

⁸⁷DT, article 23.1.

⁸⁸L'article 30 de la DT précise que l'État d'origine peut dispenser l'émetteur des exigences de publication du rapport financier annuel pourvu a) qu'il ait émis uniquement des titres de créance, b) que toutes ces émissions aient eu lieu avant le 1^{er} janvier 2005, c) que les PCGR utilisés par l'émetteur donnent une image fidèle et honnête des informations (de l'avis de l'État d'origine) et d) que la Commission n'ait pris aucune décision sur l'équivalence (ou l'absence d'équivalence) de ces PCGR. L'État membre peut aussi dispenser l'émetteur des exigences de publication du rapport financier semestriel pendant 10 ans, pourvu a) qu'il ait émis uniquement des titres de créance, b) que toutes ces émissions aient eu lieu avant le 1^{er} janvier 2005, c) que toutes ces valeurs mobilières aient été inscrites aux termes du régime de placement auprès de grands investisseurs prévu par la directive relative à l'admission à la cote officielle.

⁸⁹DT, article 7.

⁹⁰DT, article 21.1.

⁹¹DT, article 2.1(k).

ne vise que les informations devant être communiquées aux termes des lois et règlements de l'EEE, le considérant (27) indique clairement que tous les émetteurs admis sur un marché réglementé de l'EEE, qu'ils soient ou non des personnes morales de l'EEE, devraient fournir aux marchés de l'EEE toutes les informations qu'ils sont tenus de publier à l'extérieur de l'EEE.

3.4.3 Publication

Les informations réglementées (qui comprennent les rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels) doivent être rendues publiques de sorte qu'il soit possible d'y accéder rapidement et selon des modalités non discriminatoires, en recourant à des médias dont on puisse raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations auprès du public dans l'ensemble de l'EEE⁹².

3.4.4 Nature des rapports

La DT indique clairement que les dispositions relatives à la présentation d'information décrites ci-dessus ont pour objet la prise de décisions de placement en connaissance de cause. Par exemple, le considérant (1) précise que « la divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs ». Le considérant (2) porte sur l'objectif d'assurer « un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs par un flux régulier d'informations ». Le considérant (5) indique qu'« une plus grande harmonisation des dispositions de droit national relatives aux obligations d'information périodique et continue incombant aux émetteurs de valeurs mobilières devrait permettre d'atteindre un niveau élevé de protection des investisseurs dans toute la Communauté ». Au considérant (7), il est mentionné qu'« un niveau élevé de protection des investisseurs dans toute la Communauté permettrait d'éliminer les obstacles à l'admission de valeurs mobilières sur des marchés réglementés établis ou opérant dans un État membre ». L'article 6 renforce ces énoncés en ajoutant que la Commission examinera dans l'avenir si les informations fournies « répondent à l'objectif visant à permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause la situation financière de l'émetteur ».

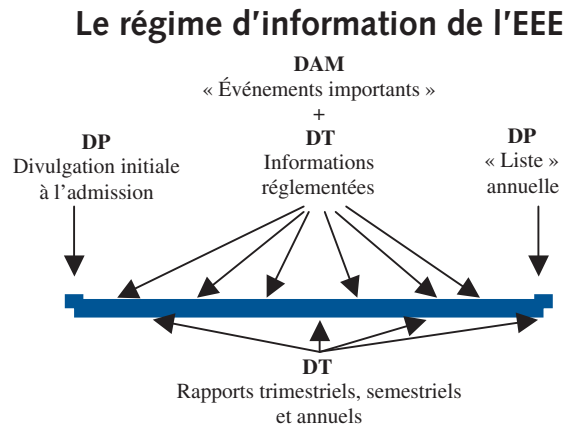
La DT exige que les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations dont elle prévoit la publication incombe au moins à l'émetteur ou aux membres de sa direction et à ce que les dispositions législatives nationales imposent une responsabilité à ces personnes en cas de manquement à leurs obligations⁹³.

⁹²DT, article 21.1.

⁹³DT, article 7.

IV. Sommaire des exigences d'information

Le diagramme suivant résume les exigences d'information de la DP, de la DAM et de la DT qui sont décrites ci-dessus.



V. Certains points problématiques

5.1 Responsabilité

Un régime de communication d'information n'est utile que si les informations communiquées sont fiables, exactes et complètes. Afin d'atteindre cet objectif, la plupart des régimes de communication de l'information imposent une responsabilité à ceux qui préparent ces informations. La DP, la DAM et la DT ne dérogent pas à cette règle générale. Cependant, rien n'est prévu dans aucune de ces directives en vue d'harmoniser les régimes de responsabilité de l'EEE. Les États membres conservent le pouvoir de décider quels devraient être les personnes qui engagent une responsabilité, les motifs de responsabilité et les sanctions.

Le régime de présentation de l'information aux termes de la DT soulève des préoccupations particulières au Royaume-Uni à deux égards. D'abord, il entraînera une modification importante de la responsabilité attachée aux rapports, comme le rapport financier annuel, publiés par les sociétés qui sont admises sur un marché réglementé. Selon cette modification, les émetteurs et leurs administrateurs auront, pour la première fois, une responsabilité envers les investisseurs qui subissent une perte pour s'être fiés à une déclaration inexacte contenue dans ces rapports. Ensuite, le fait que la DT exige que les rapports et les informations réglementées soient publiés par l'entremise de médias afin d'assurer une distribution dans l'ensemble de l'EEE crée la possibilité, si ces rapports contiennent des erreurs, que l'émetteur et ses dirigeants fassent l'objet de poursuites dans un (voire la *totalité*) des territoires de l'EEE.

5.1.1 Responsabilité des rapports

L'arrêt-clé britannique en matière de responsabilité à l'égard du rapport financier annuel⁹⁴ établit le principe selon lequel, en l'absence de circonstances particulières⁹⁵, les auditeurs n'ont pas de devoir de diligence envers les actionnaires particuliers ou le public en général relativement aux décisions de placement de ceux-ci.

⁹⁴*Caparo Industries plc v. Dickman* [1990] 1 All ER 568.

⁹⁵Par exemple, si la société remet le rapport à une banque à laquelle elle a demandé un prêt en indiquant que le rapport contient toutes les informations dont la banque a besoin pour décider d'accorder ou non le prêt.

Cette décision était fondée en partie sur la conclusion que l'objectif motivant l'obligation légale de préparer de tels rapports était de fournir aux actionnaires les informations leur permettant d'exercer leurs droits à titre d'actionnaires – soit de demander des explications à la direction et de voter aux assemblées. L'objectif ne consistait *pas* à permettre aux actionnaires (ou à d'autres personnes) de décider s'il convenait de conserver leurs actions ou d'en acheter d'autres.

La décision était également fondée sur des questions de politique, énoncées par Lord Bridge of Harwich, citant un jugement rendu en Nouvelle-Zélande⁹⁶ :

[traduction] Il ne semble pas raisonnable d'attribuer une responsabilité à moins que l'auteur de la déclaration, dans toutes les circonstances, tant en se préparant en vue de sa déclaration qu'en la faisant, n'ait eu à l'esprit, et qu'il n'ait été en mesure d'avoir à l'esprit, certaines fins particulières et précises à l'égard desquelles il savait qu'on se fierait à son avis ou à cette information. Dans de nombreuses situations, ces fins seront évidentes. Or, on se fie généralement aux comptes annuels d'une société de toutes sortes de façons et à de nombreuses fins.

Lord Bridge ajoute :

[traduction] En tout état de cause, j'hésiterais énormément à soutenir que la question de savoir si un auditeur a ou non un devoir de diligence envers un investisseur qui achète des actions d'une société ouverte repose sur le degré de probabilité que ces actions s'avèrent intéressantes aux fins d'un placement, que ce soit en bloc pour l'auteur d'une offre publique d'achat ou au détail pour les investisseurs individuels, ou d'un prêt à une société.

La décision *Caparo* comporte cependant un second volet qui reconnaît que les auditeurs *peuvent* avoir un devoir de diligence envers certaines personnes à d'autres fins, comme dans le cas d'une banque proposant un prêt à une société, s'ils agissent de façon à ce que ces personnes se fient à leurs compétences et à leurs connaissances à cette fin. Par exemple, le fait que l'auditeur remette une copie de son rapport à un investisseur en sachant que celui-ci s'en servira pour prendre sa décision de placement pourrait suffire à étendre le devoir de diligence à l'investisseur à cette fin.

Bien que ces décisions portent sur la responsabilité des auditeurs à l'égard du rapport financier annuel, la plupart des gens considèrent que, si jamais la question était soulevée, ces principes s'appliqueraient de la même façon à la société émettant le rapport et à ses administrateurs.

Les dispositions de la DT citées au paragraphe 3.4.4 changent fondamentalement l'application de la décision *Caparo* en ce qui concerne le rapport financier annuel. Il n'est plus possible de soutenir que l'objectif légal des rapports d'une société est de permettre aux actionnaires d'exercer leurs droits, quand la DT indique qu'il consiste à protéger les investisseurs et à les informer aux fins de leur prise de décisions de placement. Au contraire, il sera tout à fait possible de soutenir que l'émetteur et ses dirigeants doivent tenir pour acquis que les investisseurs se fieront au rapport (étant donné que c'est là son objet aux termes de la DT) et que, en application du second volet de la décision *Caparo*, ils auront une responsabilité envers les investisseurs lorsque ceux-ci se seront fiés au rapport et auront subi des pertes en conséquence.

⁹⁶*Scott Group Ltd v McFarlane* [1978] 1 NZLR 553 à la page 566.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

Le projet de loi sur les sociétés (*Companies Bill*), actuellement débattu au Parlement britannique, reconnaît ce changement et tente d'en réduire l'incidence sur les sociétés britanniques qui sont admises sur un marché réglementé au Royaume-Uni. La plus récente version de la disposition qui sera intégrée dans le projet de loi⁹⁷ prévoit essentiellement que l'émetteur dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché réglementé britannique a la responsabilité d'indemniser la personne qui achète ses valeurs mobilières et subit une perte à l'égard de celles-ci en raison d'une déclaration erronée ou prêtant à confusion ou d'une omission dans toutes les informations requises par les articles 4, 5 ou 6 de la DT. Afin d'obtenir une indemnité, le demandeur doit prouver qu'il a acheté les valeurs mobilières en se fiant aux informations contenues dans le rapport et qu'il a fait cet achat à un moment et dans des circonstances où il était raisonnable pour lui d'agir ainsi.

Le texte de la disposition précise aussi que l'émetteur n'engage une telle responsabilité que si la personne assumant des responsabilités de gestion au sein de l'émetteur en relation avec la publication savait que la déclaration était erronée ou prêtait à confusion, qu'elle a agi avec insouciance à cet égard ou qu'elle savait que l'omission constituait une dissimulation malhonnête.

Le projet de loi ne reconnaît aucune autre responsabilité éventuelle de l'émetteur envers une autre personne à l'égard d'une perte de ce genre. En d'autres mots, la responsabilité à l'égard d'une déclaration inexacte et négligente (*negligent misstatement*) (entre autres chefs de responsabilité) est exclue. Cependant, certains droits dont dispose la FSA pour prendre des mesures dans une telle situation sont maintenus.

Le projet de loi prévoit⁹⁸ certaines dispositions dos à dos permettant à l'émetteur d'être indemnisé par un administrateur de la société quant aux montants à verser aux investisseurs en raison d'une déclaration erronée ou prêtant à confusion ou d'une omission dans un rapport des administrateurs. Encore une fois, les droits de poursuivre de toute autre personne sont abrogés.

Ces dispositions sont utiles à de nombreux égards, étant donné qu'elles clarifient les responsabilités qui incombent aux sociétés et assurent une certaine marge de manœuvre et de protection aux responsables de la préparation et de la production des rapports financiers annuels et d'autres rapports en établissant le fardeau de la preuve à un niveau relativement élevé. Toutefois, la modification du régime de responsabilité britannique à l'égard des rapports peut entraîner des changements importants dans la façon de rédiger ces documents, notamment en raison d'une vérification diligente plus poussée, de l'augmentation des coûts qui en découle et (peut-être) d'une approche plus prudente en matière de communication de l'information, qui pourrait faire en sorte que les émetteurs deviennent moins ouverts dans leurs communications. Par exemple, le président du directoire ou les administrateurs pourront adresser leurs rapports « à l'actionnaire éventuel » plutôt qu'« à l'actionnaire » et réfléchiront plus longtemps avant de rédiger leur texte. Il est tout à fait possible que les procédures qui s'appliquent à la préparation du prospectus portant sur une nouvelle émission seront également suivies aux fins de la préparation des rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels.

À la date des présentes, le débat se poursuit sur la portée souhaitable de ce régime légal. Certains observateurs soutiennent l'élargissement du régime aux autres communications faites par les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché réglementé – comme les communications ponctuelles d'informations privilégiées aux termes de l'article 6 de la DAM, les communications requises par les règles de l'autorité d'inscription britannique et peut-être même les communications volontaires faites par les émetteurs afin de favoriser de bonnes relations avec les investisseurs. On mentionne notamment le fait que ces communications (sauf les communications volontaires) sont elles-mêmes assujetties au régime de la DT, étant donné qu'elles sont visées par la définition d'« information réglementée »⁹⁹, et sont par

⁹⁷Voir le projet de clause 1234 joint au document de consultation du HM Treasury du 9 août 2006 intitulé *Extending the scope of the statutory damages regime for disclosures required under the Transparency Directive*.

⁹⁸Clause 447.

⁹⁹DT, article 2.1(k).

conséquent assujetties aux mêmes dispositions de cette directive que l'exige le projet de régime légal à l'égard des rapports financiers annuels et des autres rapports. On affirme aussi que les informations communiquées aux termes de la DAM et des règles d'inscription seront souvent reproduites dans les rapports financiers annuels ou semestriels. Par exemple, un incendie survenu à la principale installation de production d'une société peut nécessiter une communication aux termes du régime de la DAM (étant donné que l'événement peut avoir une incidence importante sur le cours des actions de la société), ainsi qu'une communication dans le prochain rapport financier annuel ou semestriel, étant donné que le rapport de gestion doit décrire tous les événements « importants » qui se sont produits pendant la période visée par le rapport. Si les conséquences de l'incendie sont sous-estimées dans la communication aux termes de la DAM et dans le rapport, cela pourrait donner un résultat anormal. L'investisseur qui a fait l'acquisition de valeurs mobilières après avoir pris connaissance de la communication aux termes de la DAM pourrait avoir un droit de poursuivre en vertu de la common law en matière de responsabilité délictuelle pour déclaration inexacte et négligente (dont le fardeau de la preuve repose sur la diligence raisonnable), tandis que celui qui a fait l'acquisition de valeurs mobilières après avoir pris connaissance du rapport financier annuel ou semestriel aurait un droit de poursuivre en vertu du régime légal, dont le fardeau de la preuve établi à un niveau plus élevé repose sur la connaissance et l'insouciance. Cependant, certains investisseurs déplorent l'élargissement du régime légal – surtout en ce qui a trait au fardeau de responsabilité prévu par la loi.

Des observateurs ont également fait remarquer que le projet de disposition légale prévoit une indemnisation seulement si l'investisseur *acquiert* des valeurs mobilières, alors qu'il est tout aussi possible que l'investisseur *aliène* des valeurs mobilières et subisse une perte – par exemple, si les informations prêtent à confusion en raison de leur caractère exagérément négatif. Le fait que les *porteurs de titres existants* ne bénéficient pas d'un droit d'indemnisation légal a également suscité des critiques. Rien ne justifie qu'un actionnaire qui aliène ses actions à perte en raison d'une information négative prêtant à confusion quant à son caractère négatif n'ait pas le même droit d'indemnisation que le nouvel investisseur qui acquiert des valeurs mobilières sur la base d'une information prêtant à confusion quant à son caractère positif. Toutefois, il est plus difficile d'anticiper quel traitement sera réservé aux porteurs de titres qui n'ont pas réagi à une information prêtant à confusion. En conservant leurs valeurs mobilières, ils peuvent subir une perte si l'émetteur publie des informations prêtant à confusion. Cependant, il est peut-être inopportun d'étendre la portée de la disposition légale à ces personnes, en raison des difficultés à prouver un contre effet – à savoir qu'ils auraient vendu leurs valeurs mobilières, s'ils avaient été au fait des circonstances réelles.

5.1.2 Responsabilité dans l'ensemble de l'EEE

La portée territoriale de la responsabilité au sein de l'EEE a également suscité des préoccupations. L'article 21.1 de la DT exige que l'État membre veille à ce que les informations réglementées soient diffusées au moyen de médias « dont on puisse raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations auprès du public *dans l'ensemble de la Communauté* ». [nos italiques] Cette exigence s'écarte du régime de communication de l'information antérieur, qui forçait seulement les émetteurs admis sur un marché réglementé de l'EEE à publier leurs rapports dans le territoire de ce marché réglementé.

Le but de la publication dans l'ensemble de l'EEE est expliqué au considérant (25) de la DT, qui énonce que « les investisseurs qui ne sont pas situés dans l'État membre d'origine de l'émetteur devraient être mis sur un pied d'égalité [avec ceux qui le sont] lorsqu'ils souhaitent accéder à ces informations ». Autrement dit, l'objectif est d'assurer que tous les investisseurs dans l'ensemble de l'EEE ont une possibilité égale de profiter des informations qui sont diffusées par les émetteurs admis sur un marché réglementé. En soi, cet objectif est louable.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

Toutefois, la publication d'informations dans un territoire peut entraîner la responsabilité dans ce territoire. Cette conséquence éventuelle dépend évidemment des lois de ce territoire. Or, les lois sur la responsabilité délictuelle de la plupart des territoires de l'EEE prévoient le concept de déclaration inexacte et négligente, qui rend les auteurs d'une déclaration responsables envers ceux qu'ils ont trompés si la déclaration s'avère inexacte. En effet, la principale caractéristique de la nouvelle disposition en matière de conflits¹⁰⁰ proposée par la Commission européenne indique clairement que la loi applicable en cas de poursuites en responsabilité délictuelle (comme dans le cas d'une déclaration inexacte et négligente) est celle du pays dans lequel le préjudice est subi¹⁰¹. En ce qui a trait à la publication d'informations réglementées aux termes de la DT, il en résulterait que les investisseurs pourraient tenter des poursuites en vertu des lois du pays dans lequel ils ont lu les informations et s'y sont fiés.

En d'autres mots, si une information réglementée s'avérait inexacte (voire pire, si elle était prétendue inexacte), l'émetteur et peut-être aussi ses dirigeants pourraient être éventuellement poursuivis dans *tous* les États de l'EEE aux termes des lois locales de chaque État; de plus, comme l'émetteur *doit* publier ses informations réglementées dans tous les États de l'EEE, il ne peut éviter une responsabilité en omettant leur publication dans un territoire quelconque.

Avec le temps, il est certain que cette obligation aura des effets anormaux et indésirables. Par exemple, les coûts des litiges multiples s'ajouteront au coût de financement – au départ, seuls les émetteurs poursuivis seront touchés, mais au bout du compte, en raison de l'augmentation des coûts d'assurance et de la vérification diligente plus poussée, cet effet s'étendra à l'ensemble du marché. Certains investisseurs privilégieront les placements dans les territoires dont les régimes de responsabilité sont considérés plus favorables à leur égard. Il pourrait bizarrement s'ensuivre qu'une société engage sa responsabilité dans un pays de l'EEE avec lequel elle n'a pas de lien, alors qu'elle n'engage *aucune* responsabilité dans son État de constitution. Si le risque de tels litiges augmente, les émetteurs peuvent redoubler de prudence à l'égard des informations fournies au marché, de sorte que moins d'informations utiles seront transmises aux investisseurs; de plus, avant de publier des informations, les émetteurs s'en remettront encore davantage aux avocats et aux comptables pour en vérifier le contenu, avec pour résultat que les informations seront rendues publiques moins rapidement et que leur contenu sera plus défensif.

5.2 Offres à des personnes non dispensées

5.2.1 Suppression de dérogations

Contrairement à la DP, l'ancien régime d'offres au public de l'EEE¹⁰² prévoyait quatre dérogations importantes à l'exigence de prospectus, qui étaient très fréquemment utilisées sur les marchés dans certains États membres afin de faciliter les offres destinées aux petits investisseurs¹⁰³. La première dérogation visait les valeurs mobilières admises à la négociation à une bourse de valeurs située dans l'État dans lequel résident les petits investisseurs. La deuxième visait les offres destinées à « un cercle restreint de personnes »¹⁰⁴ et permettait, selon l'interprétation faite dans quelques États, à certains intermédiaires financiers, comme les banques, d'offrir des valeurs mobilières à tous leurs clients sans avoir à publier préalablement un prospectus. La troisième était une disposition énonçant qu'un prospectus était requis seulement lorsque les valeurs mobilières faisaient l'objet d'une offre au public *pour la première fois*¹⁰⁵, ce qui indiquait clairement que les

¹⁰⁰ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la loi applicable aux obligations non contractuelles (« Rome II ») de la Commission.

¹⁰¹ Rome II, article 3.

¹⁰² Directive du Conseil 89/298/CEE (« directive 89 »).

¹⁰³ Directive 89, article 1.1.

¹⁰⁴ Directive 89, article 2.1(b).

¹⁰⁵ Directive 89, article 1.1.

offres au public subséquentes pouvaient être faites sans prospectus. Quant à la quatrième, elle visait les « euro-valeurs mobilières » qui ne faisaient pas l'objet d'une campagne généralisée de publicité ou de démarchage¹⁰⁶.

Ces dérogations n'existent plus aux termes de la DP¹⁰⁷, avec pour conséquences ce qui suit :

- une offre portant sur des valeurs mobilières qui sont admises sur un marché réglementé (et qui le sont peut-être depuis des années) devra être faite au moyen d'une dérogation ou après la publication d'un prospectus par la personne faisant l'offre
- il ne sera plus possible¹⁰⁸ de faire le placement d'une nouvelle émission auprès de petits investisseurs en utilisant une dérogation pour vendre les valeurs mobilières à un intermédiaire financier, qui place ensuite l'émission auprès de ses clients également au moyen d'une dérogation¹⁰⁹.

Ces modifications entraîneront des changements importants dans la façon d'offrir des valeurs mobilières à des personnes non dispensées et pourront, dans certains cas, réduire l'intérêt des intermédiaires financiers à continuer d'offrir certains types de valeurs mobilières à de tels investisseurs.

5.2.2 Sens élargi d'« offre au public »

Il existe une autre différence importante entre l'ancien et le nouveau régime d'offres au public, en ce qui concerne la définition d'« offre au public ». Comme nous l'avons vu (paragraphe 2.2.1), la définition prévue par la DP est extrêmement large et englobe non seulement les offres contractuelles, mais également les *communications* adressées sous quelque forme que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les valeurs mobilières.

En pratique, cette modification ajoute un degré d'incertitude dans les lois de certains pays. Par exemple, au Royaume-Uni, l'ancien régime de prospectus s'appliquait seulement aux offres pouvant être acceptées de façon à former un contrat ou aux communications invitant une personne à faire une telle offre¹¹⁰. Aux termes de l'ancienne définition, une communication de nature essentiellement informative contenant les modalités d'une offre n'était pas nécessairement visée, mais aux termes de la nouvelle définition, ce sera vraisemblablement le cas.

En effet, la définition est tellement large que le Royaume-Uni, aux fins de la mise œuvre de la DP, a prévu une dérogation¹¹¹ à l'égard de l'exigence d'établir un prospectus visant les personnes affichant des cours acheteurs à la cote d'une bourse de valeurs. On en déduit qu'en l'absence d'une telle disposition, l'affichage de cours à la cote d'une bourse de valeurs *exigerait* la publication préalable d'un prospectus par les personnes en cause. Heureusement, le législateur a réalisé à temps qu'une telle exigence aurait entraîné la fermeture des bourses de valeurs au Royaume-Uni.

¹⁰⁶Directive 89, article 2.2(l). Les « euro-valeurs mobilières » désignent les valeurs mobilières qui sont à prendre fermes et à distribuer par un syndicat dont deux au moins des membres ont leur siège dans des États différents et qui sont offertes de façon significative dans un ou plusieurs États autres que celui du siège de l'émetteur et qui ne peuvent être souscrites ou initialement acquises que par l'intermédiaire d'un établissement de crédit ou d'un autre établissement financier (directive 89, article 3(f)).

¹⁰⁷Il semble toutefois que la législation de mise en œuvre dans au moins un État membre de l'EEE ait conservé la première dérogation sous une certaine forme.

¹⁰⁸Voici un cas où la situation pourrait être différente dans d'autres pays. Par exemple, en Allemagne, la définition d'offre au public s'applique seulement lorsqu'une offre est faite au public (*publikum*), de sorte qu'on peut soutenir que les communications adressées à des personnes nommées ne sont pas visées par la définition, même si leur nombre dépasse le nombre de 99 personnes autorisé aux termes de la dérogation prévue par la DP.

¹⁰⁹À moins que l'intermédiaire financier utilise la dérogation prévue à l'article 3.2 de la DP et qu'il adresse l'offre à moins de 100 personnes non dispensées; même alors, la personne faisant l'offre à l'intermédiaire financier devra s'assurer que le nombre de personnes non dispensées auxquelles l'offre est adressée par tous les intermédiaires financiers auxquels elle a fait l'offre est inférieur à 100 personnes non dispensées au total dans chaque État membre – voir la disposition anti-évitement à l'article 3.2 de la DP.

¹¹⁰Public Offers of Securities Regulations 1995, règlement 5.

¹¹¹FSMA, article 102B(5).

5.2.3 Communication de l'information dans un prospectus portant sur une offre non dispensée

La DP a également semé une certaine confusion quant à l'information à fournir dans un prospectus afin de respecter le règlement dans le cas de certains types d'offre non dispensée.

Comme il est mentionné au paragraphe 2.2.1, la définition d'« offre au public » figurant à l'article 2.1(d) de la DP est très large. Une telle offre répond aux critères suivants :

- une communication adressée à une personne
- présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir
- de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les valeurs mobilières.

L'« offreur » désigne une personne qui fait une telle communication¹¹². Chaque communication de ce genre est considérée comme une offre distincte¹¹³ et (à moins qu'elle ne soit faite aux termes d'une dérogation) doit faire l'objet d'un prospectus approuvé et publié¹¹⁴. Ce prospectus doit être établi conformément au règlement¹¹⁵, qui indique clairement que les informations requises comprennent une description de l'offre sur laquelle porte le prospectus¹¹⁶.

Essentiellement, il est donc nécessaire d'établir un prospectus à l'égard de chaque offre distincte (bien qu'un seul prospectus puisse clairement porter sur plusieurs offres s'il mentionne ce fait et contient les informations requises à cet égard).

En pratique, si l'émetteur offre un placement à la banque A, à titre de placeur de la nouvelle émission, et que celle-ci offre le placement à la banque privée B, qui à son tour fait un certain nombre d'offres non dispensées, il y aura au moins trois paliers d'offre et trois offreurs différents. Afin de respecter la DP et le règlement, il serait nécessaire que chacune de ces offres soit décrite dans un prospectus (sauf si une dérogation s'applique).

Étant donné cette exigence, les personnes qui planifient l'offre peuvent, en théorie, soit préparer un prospectus portant sur toutes les offres envisagées dans la chaîne de placements, soit préparer un prospectus portant sur les offres faites uniquement par certains participants dans cette chaîne (comme leur propre offre à la banque A) et laisser aux autres participants la responsabilité de préparer leur propre prospectus portant sur leurs offres. Cette dernière approche ne sera vraisemblablement pas retenue – parce que, d'une part, l'émetteur *voudra* (probablement) que les offres non dispensées soient faites (la présentation de ces offres devant permettre d'obtenir un prix supérieur) et que la banque privée B sera moins intéressée si elle doit préparer son propre prospectus et, d'autre part (étant donné la dernière phrase de l'article 3.2 de la DP), l'émetteur et la banque A peuvent placer les valeurs mobilières en question par l'entremise de la banque privée B et que toutes deux seront donc considérées comme parties aux offres non dispensées, sans égard au fait que le prospectus porte ou non expressément sur celles-ci.

¹¹²DP, article 2.1(l).

¹¹³DP, article 3.2, avant-dernière phrase.

¹¹⁴DP, article 3.1.

¹¹⁵DP, article 7.1.

¹¹⁶Voir, par exemple, le paragraphe 5.1, annexe V, du règlement. À première vue, l'article 9 de la DP semble contredire cette exigence en prévoyant qu'un prospectus reste valide pendant douze mois après sa publication, pour d'autres offres au public ou d'autres admissions à la négociation sur un marché réglementé. Cependant, il est pratiquement certain que cette disposition ne prévoit pas qu'une personne peut faire une offre au public en se servant du prospectus de l'émetteur. Elle prévoit plutôt que l'émetteur peut continuer d'utiliser son propre prospectus pour faire d'autres émissions, pour autant qu'il le mette à jour au moyen d'un supplément (contenant par exemple les détails de la nouvelle offre), mais il doit établir un nouveau prospectus après douze mois. Autrement dit, il s'agit d'une disposition de nature plus limitative, visant à empêcher que le même prospectus soit utilisé sur une période de quelques années, mais qui ne permet pas d'éviter ou de contourner les exigences d'information énoncées dans le règlement.

En conséquence, il est fort probable que l'émetteur et le chef de file décideront d'établir à l'égard de l'émission un prospectus portant sur les offres non dispensées.

Le problème provient cependant de ce que le règlement semble exiger de l'information détaillée sur toutes les offres faites dans la chaîne de placements, notamment sur les points suivants :

- les conditions auxquelles l'offre est soumise
- le montant total de l'émission/de l'offre
- le délai durant lequel l'offre sera ouverte et une description de la procédure de souscription
- une description de la possibilité de réduire la souscription
- les détails sur le montant minimum et/ou maximum d'une souscription
- la méthode et les dates limites de libération et de livraison des valeurs mobilières
- la procédure d'exercice de tout droit préférentiel de souscription, la négociabilité des droits de souscription et le traitement réservé aux droits de souscription non exercés¹¹⁷.

Il semble que ces exigences d'information aient été élaborées aux fins des placements de titres de capital par l'entremise d'intermédiaires. On pose vraisemblablement l'hypothèse qu'une offre générale sera faite, invitant le grand public à remplir et à retourner un formulaire de souscription. Quelques offres de titres de créance adressées aux petits investisseurs seront effectivement présentées de cette façon, mais la plupart ne le seront pas.

Dans bien des cas, les titres de créance seront offerts à des personnes non dispensées aux termes de la DP par un groupe d'intermédiaires, plutôt que par l'émetteur lui-même. Ces intermédiaires achètent les titres auprès de l'émetteur et font ensuite leurs propres offres à des investisseurs non dispensés. Ils auront besoin de temps pour communiquer avec leurs clients non dispensés, et ceux-ci en auront aussi besoin pour réunir la somme nécessaire au règlement de ces offres. Par conséquent, de nombreuses offres seront faites par les intermédiaires sur une période prolongée pouvant atteindre quelques semaines, tant avant qu'après la date à laquelle les valeurs mobilières sont émises et le produit, versé à l'émetteur. Pendant cette période, le prix des titres de créance sur le marché gris fluctuera en fonction de la conjoncture du marché (ce qui comprend les facteurs d'offre et de demande et les perceptions générales quant à l'évolution des taux d'intérêts), de sorte que le prix auquel les intermédiaires offrent ces titres à leurs clients variera, parfois très souvent au cours d'une même journée, en fonction des prix sur le marché secondaire.

Pour ce qui est de ce type de placement, il est difficile d'imaginer comment les rédacteurs du prospectus pourront respecter sans mal les dispositions du règlement mentionnées ci-dessus. Par exemple, ils ne pourront connaître tous les prix d'offre au moment de l'établissement du prospectus; même si c'était le cas, compte tenu du très grand nombre de prix différents formés pendant la période d'offre initiale, alors que les intermédiaires font des ventes auprès de leurs clients, on peut se demander quel serait l'intérêt d'insérer des pages de prix différents dans le prospectus.

¹¹⁷Règlement, annexe V, paragraphe 5.1.

5.2.4 Durée des périodes d'offre

L'ancien et le nouveau régime d'offres au public se distinguent également en ce qui a trait à la durée de la période d'offre. Aux termes de l'ancien régime, l'obligation de l'émetteur de mettre à jour le prospectus prenait fin une fois l'émission inscrite (ce qui se produisait généralement le lendemain de l'émission des valeurs mobilières)¹¹⁸. Ce n'est plus le cas. L'obligation d'établir un supplément au prospectus demeure tant que les offres sur lesquelles porte le prospectus sont ouvertes¹¹⁹.

Une certaine tension sera créée entre l'émetteur (qui voudra que la période pendant laquelle il est tenu de mettre à jour le prospectus soit la plus courte possible) et les personnes autorisées par celui-ci à faire des offres aux termes du prospectus (qui voudront que la période d'offre soit suffisamment longue pour leur permettre de vendre toutes les valeurs mobilières qu'ils ont acquises). Cette question d'ordre commercial fera l'objet de négociation à l'amorce de chaque opération. Cependant, il est fort probable que les émetteurs insisteront pour que le prospectus précise la durée de la période d'offre dont disposent ceux qui placent les titres, afin d'arrêter officiellement la date à laquelle s'éteindra leur obligation de mise à jour.

5.2.5 Contrôle contractuel sur la chaîne de placements

Dans certains cas, les émetteurs auront une autre préoccupation – soit de s'assurer que les personnes identifiées dans le prospectus comme habiles à utiliser celui-ci aux fins de la présentation d'offres non dispensées sont liées par des restrictions contractuelles. Les raisons d'imposer ces restrictions varieront selon le type de valeurs mobilières offertes, mais elles peuvent être fondées sur la volonté de l'émetteur d'éviter de se faire reprocher par les autorités de régulation de s'être servi d'un intermédiaire aux fins de l'exécution d'une opération qui lui était interdite. Par exemple, si les valeurs mobilières sur lesquelles porte le prospectus sont hautement structurées et comportent des risques importants¹²⁰, l'émetteur (soit une banque) peut être assujéti à des règles de conduite des affaires l'obligeant à tenir compte de la convenance de ces valeurs mobilières à titre de placement pour certaines catégories d'investisseurs. L'émetteur voudra éviter de faire l'objet d'un blâme de la part des autorités de régulation si de tels titres sont placés auprès d'investisseurs n'entrant pas dans la catégorie pertinente par des personnes qu'il a autorisées à faire des offres de valeurs mobilières en vertu du prospectus.

Dans de tels cas, l'émetteur voudra exercer un contrôle sur les activités des placeurs de ses valeurs mobilières en leur imposant des restrictions contractuelles¹²¹.

5.3 Fonctionnement des programmes

La DP sème également une certaine confusion au sein du marché quant au fonctionnement des programmes permettant l'émission de valeurs mobilières de manière répétée. Le problème tient à la divergence d'interprétations qui semble exister entre les différentes autorités compétentes et les divers participants au marché au sujet des informations qui peuvent ou non être incluses dans les conditions définitives.

¹¹⁸Étant donné que le régime de prospectus relatif aux offres au public aux termes de la directive 89 ne s'appliquait pas aux titres inscrits (article 1.1 de la directive 89).

¹¹⁹DP, article 16.1.

¹²⁰Pour ce qui est des titres plus classiques, comme des billets à taux fixes ou variables ordinaires émis par des émetteurs d'une catégorie d'évaluation supérieure, on peut considérer qu'ils conviennent à tout investisseur en raison des mises en garde concernant les risques et des autres informations contenues dans le prospectus. Dans un tel cas, il n'est pas nécessaire de prendre d'autres mesures de contrôle contractuel à l'égard des personnes identifiées dans la chaîne de placements.

¹²¹Par exemple, en leur imposant d'exercer des activités de vente seulement dans un territoire particulier plutôt que dans tous les pays dans lesquels un passeport visant le prospectus a été obtenu ou en interdisant les ventes auprès de certaines catégories d'investisseurs, comme les personnes dont la valeur nette est inférieure à un certain montant.

Comme nous l'avons vu, la DP permet aux personnes qui émettent fréquemment des titres autres que de capital d'établir un prospectus de base contenant les informations requises sur l'émetteur et le plus possible d'informations requises concernant les valeurs mobilières devant être émises dans le cadre du programme d'offre. Au moment d'une émission dans le cadre du programme, ces informations sont complétées par le document de conditions définitives.

Étant donné que ce document ne fait pas techniquement partie du prospectus, il n'est pas nécessaire de le faire approuver par l'autorité compétente avant de pouvoir l'utiliser dans le cadre d'une offre de titres. Cependant, il ne peut contenir *aucune* autre information que l'information réputée ne pas nécessiter l'approbation de l'autorité compétente. Dans le cas contraire, le document sera considéré comme un supplément au prospectus qui *doit* être approuvé s'il est utilisé en relation avec l'admission sur un marché réglementé ou une offre au public au sein de l'Union européenne. L'omission d'obtenir une telle approbation constitue un acte illégal.

Malheureusement, il n'existe pas d'indication précise quant aux informations qui peuvent ou non être incluses dans le document de conditions définitives. La DP énonce que « les informations que contient le prospectus de base sont complétées, le cas échéant, par des données actualisées sur l'émetteur et sur les valeurs mobilières devant être offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé, conformément à l'article 16 »¹²². Cette disposition montre clairement que certaines informations requises en relation avec les valeurs mobilières émises seront suffisamment importantes pour devoir être présentées dans un supplément au prospectus, plutôt que dans le document de conditions définitives (et qu'elles seront ainsi assujetties à l'examen et à l'approbation de l'autorité compétente de l'État d'origine).

L'article 16 fournit certains critères permettant de déterminer si des informations doivent être incluses dans un supplément au prospectus, plutôt que dans le document de conditions définitives. Il énonce que « tout fait nouveau significatif [...] concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé, est mentionné dans un supplément au prospectus »¹²³.

Pour déclencher l'application de l'exigence relative au supplément au prospectus, l'information doit être « nouvelle ». Étant donné que l'objet du prospectus est d'informer les participants au marché réglementé sur lequel les valeurs mobilières sont admises (plutôt que les souscripteurs initiaux de ces valeurs mobilières), un fait sera considéré comme « nouveau » s'il n'est pas contenu dans le prospectus de base¹²⁴.

En plus d'être « nouvelle », l'information doit être « significative » pour exiger l'établissement d'un supplément au prospectus. L'information « significative » n'est pas définie en l'occurrence, mais il est probable qu'elle sera interprétée à la lumière du libellé de l'article 5 de la DP, qui énonce que « le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières [...] sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause [...] les droits attachés à ces valeurs mobilières »¹²⁵.

¹²²DP, article 5.4.

¹²³DP, article 16.1.

¹²⁴La directive permet clairement de tirer cette conclusion. Par exemple, au considérant (18), elle indique que la fourniture d'une information complète renforce la « protection des investisseurs » (et non des investisseurs « initiaux ») et « contribue au bon fonctionnement des marchés » (ce qui, étant donné que les marchés réglementés constituent la plate-forme de négociation des valeurs mobilières, démontre une préoccupation à l'égard des investisseurs effectuant des opérations sur les marchés, et non uniquement à l'égard des investisseurs initiaux). De plus, le considérant (19) énonce que « des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place [...] pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer [...] et de prendre [...] leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause ».

¹²⁵DP, article 5.1.

L'objet du document de conditions définitives doit être de combler certaines « omissions » dans le prospectus de base – par exemple, le prix d'émission et le coupon. Il faut également qu'il serve à indiquer lesquelles des modalités possibles figurant dans le prospectus de base s'appliqueront à l'émission en question (par exemple, un taux fixe plutôt que variable). Toutefois, il reste encore à déterminer l'étendue des informations pouvant être omises et des informations complémentaires pouvant être ajoutées. La réponse à cette question est une affaire de jugement. Cependant, en tout état de cause, c'est le jugement de l'autorité compétente qui compte, étant donné que l'utilisation d'un document censé être un document de conditions définitives mais qui constitue, de l'avis de l'autorité compétente, un supplément au prospectus non approuvé (du moins au Royaume-Uni) est considérée comme un acte illégal de la part de la personne qui l'utilise et de ses conseillers¹²⁶.

5.3.1 Le rôle joué par l'autorité compétente

Les autorités compétentes hésitent à donner des indications quant aux informations pouvant ou non être incluses dans le document de conditions définitives. Cette attitude va probablement de soi, étant donné que cette question repose des faits particuliers et qu'il est impossible d'y donner une réponse générale qui sera valable dans tous les cas, puisque trop d'éléments sont liés à la nature des informations spécifiques devant être incluses.

Quoi qu'il en soit, diverses autorités compétentes de l'EEE adoptent des approches différentes. Certaines autorités compétentes ont laissé entendre qu'elles ne prévoyaient aucun changement par rapport à la pratique qui existait sur le marché avant le 1^{er} juillet 2005. Cette position permettrait une approche relativement libérale quant aux informations complémentaires dans le document de conditions définitives – par exemple, il serait possible d'y inclure des formules de rachat relativement complexes comprenant la définition de termes algébriques.

Toutefois, cette approche libérale pêche par l'incertitude qu'elle engendre. En certaines occasions, après avoir examiné l'équivalent du document de conditions définitives, l'autorité compétente a exigé que le document lui soit soumis de nouveau à titre de supplément au prospectus, à des fins d'approbation. On peut se demander ce qui se serait passé si l'autorité compétente *n'avait pas* examiné ce document (aux termes de la législation antérieure, elle n'était pas tenue de le faire, tout comme c'est le cas pour le document de conditions définitives aux termes de la nouvelle législation). Dans une telle situation, un document qui aurait dû faire l'objet d'une approbation aux fins de la vente de valeurs mobilières aurait été utilisé sans approbation.

Il en résulte que certains émetteurs et intermédiaires financiers pourraient adopter une approche relativement conservatrice quant aux informations complémentaires. En cas de doute, ils pourraient décider de préparer un supplément. D'autres pourraient cependant adopter une attitude plus audacieuse et se servir du document de décision définitive dans le cas de valeurs mobilières relativement complexes exigeant d'apporter des modifications importantes aux modalités contenues dans le prospectus de base au moment d'émission.

Cette dernière approche peut donner des résultats, pourvu qu'elle fasse partie des pratiques autorisées par l'autorité compétente de l'État d'origine et celle de l'État dans lequel le document de conditions définitives est utilisé aux fins de la vente des valeurs mobilières (bien qu'il soit difficile, comme il est mentionné ci-dessus, de déterminer ces pratiques avec précision). Toutefois, dans le cas de la vente de valeurs mobilières dans d'autres pays, les pratiques et interprétations de l'autorité compétente de l'État d'origine ne sont pas pertinentes. Dans un tel cas, c'est la loi en vigueur dans le pays où le document est utilisé qui s'applique. Aux termes de cette loi, si le document constitue un supplément au prospectus, il sera considéré comme tel même s'il est approuvé à titre de document de conditions définitives dans l'État d'origine, et ce, en raison de l'absence de disposition relative au passeport à l'égard du document de conditions définitives dans la directive.

¹²⁶Financial Services and Markets Act 2000, article 86(3).

L'État d'accueil vérifiera si le document a été approuvé à titre de supplément au prospectus dans l'État d'origine et s'il est visé par un passeport à ce titre dans l'État d'accueil. Si aucune approbation ni aucun passeport de ce genre n'a été obtenu, l'utilisation du document constituera une infraction à la loi dans l'État d'accueil.

Ce problème transfrontalier pourrait faire en sorte que même ceux qui adoptent une approche plus libérale quant au document de conditions définitives dans leur État d'origine seront plus conservateurs dans le cas des opérations transfrontalières.

5.4 Fonctionnement du passeport

En ce qui a trait au prospectus et à son contenu, les décisions de l'État d'origine sont définitives. Elles ne peuvent être contestées ou réexaminées par l'État d'accueil si le prospectus a été visé par un passeport. Cela dit, la directive n'interdit pas expressément à l'État d'accueil d'imposer des exigences supplémentaires allant au-delà du contenu du prospectus – ce que de nombreux États ont fait.

Par exemple, avant qu'une offre auprès des petits investisseurs puisse être faite dans leur territoire, certains États ont exigé la publication dans la presse locale d'un avis confirmant qu'un prospectus est disponible et indiquant l'endroit où il peut être obtenu. Sur le plan de la protection du consommateur, cette disposition peut se justifier – les petits investisseurs devraient pouvoir obtenir le prospectus avant d'être invités à acheter les valeurs mobilières en question. Cependant, elle constitue un obstacle lorsqu'il s'agit d'assurer que les offres aux petits investisseurs faites dans plusieurs pays sont présentées simultanément. Dans certains pays, le journal requis n'est pas publié quotidiennement, de sorte que les offres faites dans différents territoires seront réalisées selon des calendriers différents ou selon le rythme imposé par le territoire où les délais sont les plus longs.

On peut citer d'autres entraves aux opérations transfrontalières, comme l'obligation qu'un État impose à l'émetteur de faire traduire ses statuts constitutifs dans la langue nationale avant de pouvoir faire une offre au public et l'insistance de certaines autorités compétentes à préapprouver, en tant qu'État d'accueil, tous les documents de commercialisation avant qu'ils puissent être utilisés dans le cadre d'une offre faite à des petits investisseurs. Aucune de ces exigences ne favorise la création d'un marché destiné aux petits investisseurs homogène dans l'ensemble de l'EEE.

Qui plus est, il faut bien comprendre que la DP ne porte que sur l'exigence d'établir un prospectus avant de faire une offre au public ou d'obtenir une admission sur un marché réglementé de l'EEE. Cependant, si des valeurs mobilières sont offertes dans un pays donné, l'offreur doit, en plus d'établir un prospectus, se conformer à tout un éventail de lois régissant cette activité, notamment des exigences en matière d'autorisation, des régimes de promotion financière, des règles de conduite des affaires et des lois sur la protection du consommateur. Aucune de ces dispositions n'est harmonisée au sein de l'EEE.

5.5 Valeurs nominales

De toute évidence, il sera important pour certains émetteurs de s'assurer que les valeurs nominales soient au moins égales à 50 000 €. L'accès au régime de communication de l'information moins strict à l'égard du prospectus sur le marché des grands investisseurs est assujéti à cette condition¹²⁷, comme le sera la dérogation relative aux exigences d'information continue aux termes de la DT¹²⁸.

¹²⁷Règlement, article 12.

¹²⁸DT, article 8.1(b).

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

Il est assez simple de respecter l'exigence relative à la valeur nominale lorsque l'émission est sous une forme définitive – il suffit d'ajouter une condition à cet effet sur l'obligation. Or, la plupart des émissions sur les euromarchés sont produites sous une forme globale et détenues par l'entremise de systèmes de compensation. Dans ce cas, on peut douter qu'il suffira de fixer le seuil de la valeur nominale dans les modalités de l'obligation pour obtenir les dérogations nécessaires aux termes de la DP et de la DT. Pour éliminer tout doute, le marché estime qu'il faut alors aller plus loin et fixer le seuil du montant des opérations dans le système de compensation à au moins 50 000 €.

Un grand nombre d'émetteurs prennent cette précaution, mais il demeure certaines difficultés d'ordre pratique. En effet, bien que les systèmes de compensation plus importants sont en mesure de fixer la valeur minimale des opérations de cette façon, ils ne peuvent empêcher un participant de vendre des valeurs mobilières en conservant un solde inférieur à 50 000 € dans son compte (par exemple, en transférant 100 000 € sur un avoir global de 147 000 €). Quelles mesures doit-on prendre à l'égard des détenteurs de tels soldes? Doit-on les empêcher de les transférer? La plupart des observateurs favoriseraient cette solution. Doit-on les priver de leur droit de recevoir des paiements à l'égard de ces soldes? La plupart des observateurs s'y opposeraient.

Quoi qu'il en soit, le fait demeure que la législation de l'Union européenne ne prévoit pas cette situation, pourtant très fréquente, et que le marché doit improviser des solutions permettant aux émetteurs de pouvoir continuer à se prévaloir de certaines dérogations très importantes.

5.6 Équivalence

Le régime de communication de l'information de l'EEE repose en très grande partie sur les informations fournies par les émetteurs admis sur un marché réglementé et présentées de manière relativement équivalente, le but étant de faciliter les décisions de placement des investisseurs actifs sur ces marchés en leur permettant de comparer des données semblables.

Un problème se pose ici. Tandis que les émetteurs de l'EEE se voient de plus en plus forcés de présenter des informations suivant des normes communes¹²⁹, les émetteurs de l'extérieur de l'EEE doivent se conformer à leurs régimes nationaux de communication de l'information très différents, et ils ne sont pas intéressés à subir un double fardeau de conformité comme prix d'admission sur un marché réglementé de l'EEE. Ce sont les normes d'audit et de comptabilité qui soulèvent le plus de difficultés. Le CESR a réalisé une étude comparative des normes comptables au Canada, au Japon et aux États-Unis¹³⁰, et il conclut à l'équivalence générale entre ces normes et les normes comptables financières internationales (IFRS), mais recommande l'adoption de « correctifs » dans certains domaines de comptabilité. Selon un certain nombre d'experts-comptables, ces correctifs supposent la réalisation d'une somme de travail importante par l'émetteur et son service de comptabilité, à des coûts considérables.

La Commission de l'Union européenne a annoncé qu'elle proposera une décision du Conseil, aux termes de laquelle l'obligation pour les émetteurs assujettis aux exigences d'information de la DT d'utiliser des normes comptables équivalentes aux normes comptables financières internationales (IFRS) sera reportée à l'exercice commençant le 1^{er} janvier 2009¹³¹, sous réserve de certaines conditions. Ce report a été adopté dans l'objectif que certains pays (particulièrement les États-Unis) profiteront de ces deux ans supplémentaires pour prendre des mesures de convergence vers les normes IFRS, permettant ainsi à la Commission de considérer les rapports financiers établis selon leurs normes comme des équivalents de rapports établis selon les normes IFRS sans autres communications d'information coûteuses.

¹²⁹Voir, par exemple, le Règlement (CE) n° 606/2002, qui impose des normes internationales de communication de l'information financière à toutes les sociétés de l'EEE qui préparent des comptes consolidés et sont admises sur les marchés réglementés de l'EEE.

¹³⁰CESR, *Technical advice on equivalence of certain third country GAAP and International Financial Reporting Standards*, 5 juillet 2005.

¹³¹http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/td_decision_rev1_en.pdf.

5.7 Incertitude quant au choix de l'État d'origine

Finalement, pour être valide, le prospectus doit être approuvé par l'autorité compétente de l'État d'origine. Si l'offre porte sur des titres de capital ou sur toute autre valeur mobilière dont la valeur nominale est inférieure à 1 000 € ou l'équivalent dans une autre monnaie, l'émetteur n'a *pas le choix* de l'autorité compétente qui devra approuver son prospectus.

Les émetteurs de l'extérieur de l'EEE déjà admis sur un marché réglementé de l'EEE le 1^{er} juillet 2005 étaient tenus de choisir un État « d'origine » au plus tard le 31 décembre 2005. Ce choix se limitait à l'État dans lequel ils ont fait pour la première fois une offre au public après le 31 décembre 2003 et l'État dans lequel ils ont inscrit pour la première fois leurs valeurs mobilières au sein de l'EEE.

À première vue, cette disposition semble assez claire, mais ce n'est pas le cas. Il existe une certaine confusion sur ce qu'on entend par « offre au public » en l'occurrence – doit-on appliquer la définition donnée dans les *lois antérieures à la directive* ou celle qui est énoncée dans la directive? Par ailleurs, que se passe-t-il si l'émetteur a fait plusieurs inscriptions simultanées dans différents pays de l'EEE? L'émetteur doit-il tenir également compte des inscriptions faites avant l'entrée en vigueur de la directive (par exemple, une inscription faite en 1920)? Le choix de l'État d'origine dépendra des réponses données à ces questions.

La Commission a émis certaines notes utiles à ce sujet qui précisent quelques éléments de cette disposition malvenue¹³². Il est toutefois dommage (quoique très compréhensible) que ces notes indiquent dans un en-tête en italiques que les points de vue exprimés ne sont pas exécutoires, étant donné que seule la Cour européenne peut faire une interprétation exécutoire de la législation de la Communauté européenne et que la Commission se réserve le droit d'adopter un autre point de vue dans le cadre de toute poursuite judiciaire future.

Les émetteurs de l'extérieur de l'EEE ont le droit d'obtenir davantage de certitude à cet égard, d'autant plus qu'un mauvais choix pourrait engager leur responsabilité, voire les exposer à des poursuites pénales.

VI. Conclusion

Les initiatives européennes décrites dans les présentes ont modifié considérablement la façon dont les valeurs mobilières sont offertes au public et admises sur les marchés de valeurs mobilières en Europe. Comme c'est le cas de toute initiative visant à faire converger des lois et des règlements nationaux dissemblables, des compromis ont été faits. Bon nombre d'entre eux sont pertinents, tandis que d'autres sont de moins bon aloi, voire nuisibles. Une partie de ces cas problématiques ont fait l'objet de la présente analyse. Il est à souhaiter que ces problèmes soient résolus avec la mise en œuvre du nouveau régime et que se concrétise la promesse d'un véritable marché des valeurs mobilières unique dans l'EEE, où un seul document de placement rédigé dans une seule langue sera accepté universellement dans tous les territoires européens. Les autorités de régulation européennes et la Commission européenne auront un rôle très important à jouer pour favoriser l'atteinte de cet objectif important.

¹³²http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/art-30-1_en.pdf.

