

# **LA NOUVELLE VAGUE : ÉMISSION DE TITRES ET DIFFUSION DE DOCUMENTS RELATIFS AUX SOCIÉTÉS OUVERTES SUR INTERNET**

**par Alexander Ciocilteu and Howard M. Levine\***

## **Introduction**

Le réseau Internet, et particulièrement le « World Wide Web », ont révolutionné les processus de diffusion et de récupération de l'information partout dans le monde. La révolution est loin d'être terminée et il fallait s'attendre tôt ou tard à ce qu'elle touche le milieu des valeurs mobilières. Aujourd'hui, ces nouveaux outils ont une incidence importante sur des éléments essentiels des marchés financiers : le placement de titres et la diffusion de l'information dans le public. Nous aborderons dans le présent article certaines questions relatives aux lois sur les valeurs mobilières soulevées par internet, et examinerons les réactions des autorités de réglementation canadiennes et étrangères à ces questions.

Généralement, les sociétés disposent de deux méthodes pour émettre leurs titres : le placement privé et l'appel public à l'épargne. Dans le cas du placement privé, qui exige habituellement très peu de documents d'information, on demande à un petit nombre de personnes qualifiées d'investir dans la société, et les actions ainsi émises sont assujetties à des restrictions de revente.

L'appel public à l'épargne, quant à lui, requiert la préparation d'un prospectus et son dépôt auprès des autorités de réglementation en valeurs mobilières. Ce document d'information est ensuite utilisé pour solliciter des placements dans le public. Il contient de l'information sur des sujets comme les activités de la société, son rendement financier, la concurrence et les facteurs de risque. L'information fournie dans le prospectus est régie par les autorités de réglementation en valeurs mobilières de chaque territoire où des investisseurs sont sollicités.

L'émission par prospectus est avantageuse au point de vue de la portée, puisqu'elle permet à la société de solliciter des investisseurs de tous les genres et de leur offrir des actions qui ne font l'objet d'aucune restriction de revente. Ce type d'émission comporte toutefois deux principaux désavantages, soit le coût et les délais. En effet, la préparation d'un prospectus peut engendrer des frais considérables, notamment : les frais d'avocat, de comptabilité, de traduction et d'impression, les commissions des mandataires ou des syndicats financiers qui présentent les titres au public. Pour ce qui est des délais, il faut habituellement compter trois mois entre le lancement du processus et la réception des fonds par la société, et comme en trois mois les marchés peuvent fluctuer considérablement, ce délai peut mettre en péril l'ensemble de l'opération.

## **Internet et la réglementation des sociétés ouvertes**

L'attrait principal d'Internet est qu'il peut entraîner une réduction importante non seulement des frais liés à la préparation et à la commercialisation d'un prospectus, mais aussi des délais que commande habituellement un placement. Internet offre la possibilité de distribuer instantanément un prospectus dans le public - une fois qu'il a été approuvé par les autorités de réglementation en valeurs mobilières pertinentes, soit passivement, en mettant le prospectus à

la disposition du public sur le site Internet de la société, ou plus activement, en l'envoyant par Internet directement chez les investisseurs potentiels, par courrier électronique par exemple.

Internet a aussi une incidence sur la manière dont les sociétés ouvertes rendent publics des documents importants comme les rapports annuels (qui contiennent l'information financière de fin d'exercice et l'analyse par la direction de cette information) et les documents relatifs à la sollicitation de procurations par la direction (qui fournit de l'information sur la possession d'actions, la rémunération des cadres supérieurs et les questions qui font l'objet d'un vote à l'assemblée annuelle des actionnaires). Le mode de distribution habituel de ces documents sur support papier comporte des frais considérables d'impression et de postage. Il oblige en outre les sociétés à faire appel à un courtier, alors qu'elles pourraient, avec Internet, les transmettre elles-mêmes aux actionnaires. Au surplus, l'utilisation d'un courtier entraîne des délais additionnels, sans compter qu'il arrive que des actionnaires ne reçoivent jamais les documents. Internet permet une distribution plus rapide, plus économique et plus efficace de ces documents. Il suffit aux sociétés de les envoyer par courrier électronique à leurs actionnaires directement, ou à leurs courtiers, qui les transmettent aux clients. Parallèlement, les actionnaires peuvent répondre à la société par courrier électronique. En effet, les avantages potentiels d'un processus plus rapide et plus économique sont énormes, tout comme le sont ceux d'une relation plus étroite, plus directe entre la société et ses actionnaires.

### **Les défis de réglementation posés par l'utilisation d'Internet**

Bien sûr, si les affirmations qui précèdent étaient implicitement tenues pour vraies, le présent article n'aurait pas sa raison d'être. L'émission de valeurs et la diffusion de documents d'information sur Internet soulèvent autant de problèmes qu'elles en résolvent. Certaines questions, telles la sécurité et la confidentialité, sont inhérentes à Internet, d'autres découlent de la nature du régime de réglementation qui régit le secteur des valeurs mobilières. Nous examinerons plus loin des questions importantes propres à ce secteur et à Internet.

Les questions de la fiabilité, de l'accessibilité et du mode de diffusion de l'information touchent tant le placement de titres par Internet que la distribution électronique de documents d'information de sociétés. La structure de réglementation qui régit le secteur des valeurs mobilières vise principalement à protéger les investisseurs et donc à promouvoir et à maintenir l'intégrité des marchés financiers. Les mécanismes de protection mis en place afin que les investisseurs reçoivent les documents appropriés et des renseignements exacts ont été conçus pour un système de diffusion de documents-papiers. Conséquemment, la mise en circulation de documents sur Internet fait resurgir bon nombre de ces questions.

Les organismes de réglementation canadiens en valeurs mobilières ont exprimé leur point de vue sur les questions liées à Internet dans deux projets d'instructions générales (outils réglementaires facilitant l'harmonisation de la réglementation provinciale et fédérale canadienne des valeurs mobilières) qui, malgré leur caractère provisoire, fournissent des renseignements importants quant à la direction adoptée par ces organismes.

#### *Diffusion de documents par Internet*

la première hypothèse sur laquelle est fondée la nouvelle instruction est que la livraison de documents par Internet ne devrait pas réduire les obligations des sociétés quant à la fourniture de documents-papiers. Les organismes de réglementation ont d'ailleurs relevé cinq sujets de préoccupation à cet égard : le destinataire doit être avisé de la livraison; le destinataire doit

avoir accès aux documents; il doit exister une preuve que la livraison a été effectuée au destinataire; l'intégrité de l'information transmise au destinataire doit être préservée; et les sociétés doivent être prudentes dans leur utilisation d'hyperliens. Nous traiterons de chacun de ces points séparément.

### Livraison des documents

Les sociétés ouvertes qui désirent transmettre aux actionnaires les documents qu'elles sont tenues de leur fournir en vertu de la loi doivent s'assurer que ces documents sont livrés aux destinataires visés. L'instruction exige donc que ceux-ci reçoivent au moins un avis leur indiquant que des documents leur ont été ou leur seront envoyés électroniquement. L'avis peut être transmis sous la forme d'un message électronique informant le destinataire qu'un document est disponible dans Internet ou qu'un document leur est transmis électroniquement, d'un appel téléphonique ou d'une lettre postée. Idéalement, toutefois, avant que la livraison électronique ne se fasse, la société devrait obtenir le consentement écrit du destinataire à l'égard de ce mode de transmission. Le formulaire de consentement devrait comprendre une description du mode de transmission visé, de la manière qui sera utilisée pour informer le destinataire de la disponibilité des documents et, enfin, du matériel et des logiciels nécessaires pour recevoir l'information et y avoir accès.

### Accès aux documents

L'instruction souligne le fait que le destinataire doit pouvoir accéder facilement aux documents disponibles électroniquement. Il s'ensuit que tout document mis en disponibilité sur un site Web doit reposer sur une structure informatique assez puissante pour permettre un accès rapide et gérer un trafic de pointe. De plus, le document doit idéalement être formaté pour être accessible hors du logiciel utilisé par le destinataire (on peut par exemple utiliser Adobe Acrobat<sup>MC</sup> et fournir un lien avec le site à partir duquel le logiciel peut aisément être téléchargé, ou les mini-applications Java pour permettre la lecture du document). Selon l'instruction, l'accès dont bénéficie le destinataire doit aussi lui permettre de conserver une copie du document en l'imprimant, en la sauvegardant sur son disque dur ou en demandant le document papier à la société.

### Preuve de livraison

La question de la preuve de livraison d'un document électronique est particulièrement épineuse. L'instruction mentionne qu'une société peut considérer une livraison effectuée si elle a été faite conformément au mode de livraison décrit dans le formulaire de consentement signé par le destinataire. Cette présomption légale est nécessaire étant donné que la technologie actuelle ne permet pas de confirmer la réception du document par le destinataire. Les limites de la technologie entraînent aussi des problèmes d'intégrité de l'information. L'instruction stipule aussi que les documents électroniques ne peuvent différer sensiblement de leur version imprimée. En outre, ils devraient pouvoir être codés ou créés avec des logiciels qui empêchent leur modification afin que l'information transmise au destinataire soit identique de forme et de contenu au document original créé par la société. Par ailleurs, même si l'instruction ne traite pas directement de cette question, on peut présumer que la société devrait aussi prendre des mesures pour s'assurer que les documents électroniques ne soient pas contaminés, puisque la contamination peut réduire leur accessibilité ou causer des dommages à l'ordinateur du destinataire.

### Emploi d'hyperliens

Enfin, l'instruction traite de l'utilisation des hyperliens dans les documents électroniques. L'un des avantages d'Internet est qu'il peut diriger l'utilisateur vers diverses sources d'information complémentaire par le biais d'hyperliens. À cet égard, l'instruction fait la mise en garde suivante : la société qui utilise des hyperliens donnant accès à de l'information extérieure risque d'être réputée avoir inclus cette information dans sa documentation et, par conséquent, d'être tenue légalement responsable de son exactitude et de son intégralité. Les sociétés sont donc averties de bien différencier les documents livrés en vertu d'exigences juridiques de ceux fournis par hyperliens au destinataire à titre indicatif et de donner les avertissements appropriés.

### *Émission de titres par Internet*

En plus des considérations techniques générales abordées ci-dessus, la sollicitation des investisseurs par Internet est un point qui soulève d'autres questions relativement à la réglementation, notamment : de quelle autorité relèvera la société émettrice, et qui empêchera les investisseurs non qualifiés d'accéder au placement. La société qui sollicite des investisseurs en déposant un prospectus auprès d'une ou de plusieurs commissions des valeurs mobilières provinciales puis en le mettant en disponibilité dans son site Web, ou encore en affichant un avis de placement privé dans ce site pourrait être perçue comme une société qui sollicite des investisseurs résidant dans d'autres territoires que ceux où son prospectus ou son placement privé a été visé et qui ne remplit pas les critères d'admissibilité. Comme l'accès au site Web d'une société est universel et non restrictif, un des défis que présente le placement par Internet consiste premièrement à élaborer un processus de sollicitation dans le cadre duquel les catégories d'investisseurs admissibles au placement sont clairement désignées, et ensuite à mettre en place des mesures permettant de faire respecter les restrictions établies à cet égard. On peut imaginer deux situations extrêmes : d'un côté, les prospectus et les autres documents liés au placement pourraient simplement porter une mention précisant les territoires à partir desquels des ordres peuvent être placés ainsi que les catégories d'investisseurs admissibles, et, de l'autre côté, grâce à des mots de passe ou à un processus d'enregistrement prévisualisation visant à éliminer les investisseurs non qualifiés, une société pourrait restreindre l'accès au site qui contient de tels documents et n'y admettre que ceux qui proviennent de territoires autorisés et qui remplissent les critères d'admissibilité.

En établissant les restrictions à imposer sur la disponibilité des documents de sollicitation dans le cadre d'un placement dans Internet, les sociétés doivent se rappeler que, généralement un organisme de réglementation d'un territoire va s'attribuer compétence quand à un placement a) s'il vise de façon évidente les résidents de ce territoire (par exemple, si les documents leur sont envoyés par courrier électronique); b) si ces résidents disposent de suffisamment d'information sur Internet pour que cette information soit réputée constituer un placement selon les définitions légales du territoire en question; ou c) si des ventes suffisantes sont réalisées sur ce territoire, sans égard à la documentation fournie. Certains territoires ont étendu leur base de fonctionnement en s'attribuant la compétence en matière de valeurs mobilières. Ainsi, une société située au Québec, en Ontario ou en Colombie-Britannique qui émet des titres par Internet sera assujettie aux exigences de ces territoires en matière de prospectus même si les titres ne sont offerts qu'à l'extérieur de ces territoires. Au niveau international, l'Allemagne jugera qu'un placement tombe sous sa compétence si les investisseurs allemands n'en sont pas expressément exclus ou si l'accès à la documentation ne leur est pas interdit. Aux États-Unis, la « Securities and Exchange Commission » jugera qu'un placement tombe sous sa compétence

si, d'après elle, les mesures prises pour en exclure les résidents des États-Unis ne sont pas suffisantes. Étant donné que les exigences juridiques et les normes relatives aux documents d'information varient selon les territoires, la société qui prépare un placement par Internet doit faire preuve d'une grande prudence afin d'éviter d'être soumise aux exigences réglementaires d'un territoire non visé par le placement.

## **Conclusion**

Les changements potentiels qu'Internet permet d'envisager quant au mode de placement des titres et à la façon dont les sociétés communiquent avec leurs actionnaires sont énormes. Néanmoins, à court terme, il nous semble que l'« effet Internet » se fait surtout sentir au point de vue de la transmission de documents aux actionnaires. Si, comme nous l'avons vu ci-dessus, le cadre réglementaire actuel continue d'évoluer, la transmission électronique de documents, plus rapide et plus économique, n'en demeure pas moins une voie des plus attrayantes. En revanche, nous sommes d'avis que le placement de titres dans le public au moyen d'Internet constitue un projet à long terme. Actuellement, les « PAPE (premier appel public à l'épargne) sur Internet », comme on les appelle, font la manchette plus en raison de leur nouveauté que de leur succès commercial. Des questions importantes relatives à la réglementation des placements sur Internet ne sont toujours pas réglées, et les organismes de réglementation ne se sont pas encore penchés sérieusement sur les problèmes de compétence territoriale. En outre, malgré la grande portée d'Internet, toute tentative d'y faire un placement sans l'appui d'une maison de courtage peut être risquée. La présence d'une maison de courtage sert à augmenter la confiance de l'investisseur tant dans le marché primaire que dans le marché secondaire. À notre avis, pour le moment du moins, le réseau Internet se prête davantage à la transmission d'information qu'à la sollicitation de capitaux.

---

\* Alexander Ciocilteu, avocat, et Howard Levine, associé, travaillent tous deux au Service des valeurs mobilières de Lapointe Rosenstein, cabinet d'avocats de Montréal spécialisé en droit commercial et en financement d'entreprises.