

Cotation et information financière en Europe

Hervé Philippe
Chef du service
des opérations
et de l'information
financières
COB



Le développement des nouvelles technologies et l'euro modifient le fonctionnement des marchés boursiers et l'information sur les sociétés cotées. La réglementation doit évoluer, mais aussi les pratiques des bourses européennes, pour tenir compte de cette nouvelle donne.

L'adoption de la Directive sur les services en investissement (DSI) a constitué, en 1995, pour les pays européens une étape importante permettant aux entreprises d'investissement de proposer leurs produits et services dans l'ensemble des pays européens. Par ailleurs, dans quelques mois, l'euro offrira de nouvelles opportunités d'activités pour l'ensemble des investisseurs.

La substitution de l'euro aux monnaies nationales sera effective le 1^{er} janvier 1999, deux expressions monétaires pouvant coexister au cours d'une période transitoire jusqu'à la fin de 2001. La Bourse de Paris basculera à l'euro dès le 1^{er} janvier 1999 ce qui signifie d'une part, une cotation des titres en euro dès ce moment là et d'autre part, la coexistence de deux mondes, celui des professionnels opérant en euro et celui des non professionnels effectuant probablement des opérations en franc français.

Les enjeux de l'évolution actuelle

Dans ce contexte, être coté en Europe apparaît donc non seulement comme un thème de réflexion s'inscrivant dans l'évolution du cadre européen en général, mais également

comme l'anticipation pragmatique d'une réalité qui approche à grands pas.

S'agissant de l'information pour les sociétés cotées, l'évolution actuelle est caractérisée par l'internationalisation croissante et le développement de nouvelles techniques. Ces deux phénomènes posent des problèmes nouveaux et importants pour les places européennes, ils rendent opportune une adaptation des réglementations.

• **L'internationalisation.** Celle-ci est perceptible dans tous les pays européens et les indices de cette internationalisation sont nombreux. La place de Paris par exemple, a connu ces dernières années un mouvement important d'achat des titres de la part d'investisseurs étrangers et, en particulier américains. L'importance des fonds de pensions anglo-saxons s'est sensiblement accrue. Bien souvent d'ailleurs les actionnaires les plus importants de grandes sociétés françaises cotées sont des fonds américains. Cette importance se traduit aussi par une influence indiscutable sur les relations entre les dirigeants de ces sociétés et leurs actionnaires. L'émergence du débat sur le gouvernement d'entreprise, puis la mise en œuvre progressive, mais somme toute assez rapide de certains principes tels que l'adoption de comités spécialisés

d'administrateurs, la nomination d'administrateurs indépendants, le recours aux attestations d'équité, sont explicables, en bonne partie, par la volonté, pour attirer ces investisseurs, de satisfaire leurs demandes en ces matières. D'autres modifications dans les relations entre dirigeants et actionnaires sont révélatrices de cette tendance, en France : ainsi les assemblées générales des actionnaires donnent, davantage que par le passé, lieu à débats contradictoires et à des votes négatifs de certaines résolutions proposées par le conseil d'administration, comme dans le cas d'autorisations d'émission considérées comme particulièrement dilutives pour les actionnaires.

• **Le développement de nouvelles techniques.** Outre ces évolutions économiques, on observe un formidable changement dans les technologies utilisées. L'importance croissante des mathématiques, des modèles statistiques utilisés en analyse financière, notamment dès lors qu'il s'agit d'évaluer des produits à terme ou des produits dérivés conduit à des méthodes d'évaluation considérées (parfois à tort) comme objectives. Cette innovation mathématique et statistique peut paraître éphémère ; elle trouve cependant des applications utiles et rentables.

Sur le plan informatique, le développement du réseau Internet crée une situation nouvelle, passionnante quant à la rapidité et aux capacités d'échange d'information, et problématique quant aux systèmes classiques de réglementation. Ce système permet des échanges d'information sans contraintes : il est ainsi très facile (ou assez facile...) d'obtenir des informations venant de pays ou de sociétés lointains. A partir d'un micro-ordinateur européen, il est possible d'obtenir des informations sur les cours de bourse des différentes places internationales, de connaître l'évolution des taux de change, et d'obtenir une présentation des activités d'entreprises lointaines. La liberté, la facilité technique de ce système peuvent cependant poser, sur le plan boursier au moins, deux types de questions :

- l'utilisation directe d'Internet pour y effectuer des appels publics à l'épargne : il est possible d'imaginer qu'à partir d'un site Internet, il soit proposé l'acquisition de valeurs mobilières. On peut envisager, par exemple, qu'un site asiatique propose à des investisseurs européens d'acheter des actions australiennes en payant ces achats à partir d'un compte bancaire américain... Dans un tel cas, qui est l'autorité de contrôle de l'opération ? Elle paraît en pratique difficile à identifier. Il est donc indispensable d'avertir le public qui utiliserait ce système qu'il court des risques quant à l'exécution de son ordre ou à la livraison de ses titres ;
- le contrôle de l'information disponible. Il paraît difficile d'envisager de réglementer l'usage et la diffusion d'informations sur Internet. En effet, il est aujourd'hui très facile pour un « internaute » européen de consulter des informations sur des sites Internet alimentés à partir de multiples endroits du monde. La qualité des informations disponibles sur l'ensemble des sites consultables ne peut cependant être garantie par aucune autorité.

Les adaptations possibles

- **Admettre le prospectus « dans une langue usuelle en matière financière ».** L'hétérogénéité des textes abordant le problème de l'expression écrite des documents nécessaires à l'information du public le plus large met en évidence la nécessité d'harmoniser cet ensemble disparate.

Les sociétés étrangères souhaitant demander l'admission de leurs titres sur un marché réglementé français doivent établir un prospectus en

français et présenter leurs comptes selon les normes françaises. La directive de 1980 offre, en effet, la simple faculté de demander la traduction, chaque pays étant libre de la prévoir ou non.

La procédure de reconnaissance mutuelle des prospectus contrôlés par l'autorité compétente du pays d'origine de la société implique une traduction en français. Le développement des opérations internationales a amené une évolution de cette position. C'est ainsi que la transposition dans les textes français de la directive de mai 1994 dite « Eurolist » donne, elle, la possibilité aux sociétés cotées sur un marché de l'Union européenne demandant leur introduction sur le marché français, de mettre à la disposition des investisseurs français un document dans une langue usuelle en matière financière, accompagné d'un résumé en français. Depuis 1996, les sociétés non françaises admises sur le Nouveau marché peuvent faire viser leur prospectus et enregistrer leur document de référence en anglais. Il apparaît souhaitable d'assouplir les règles pour l'ensemble des opérations internationales en acceptant la publication du prospectus détaillé en anglais, sous la réserve de la publication d'un résumé en français destiné au public le plus large.

- **Faire évoluer la procédure de reconnaissance mutuelle vers un système de passeport européen pour les sociétés cotées.** A défaut de créer une autorité européenne unique offrant l'opportunité d'effectuer des appels au marché de niveau européen, chaque autorité compétente dans son pays devrait pouvoir autoriser ses ressortissants à agir dans l'Europe entière. Ceci s'inscrit dans une démarche double pour, d'une part faciliter les opérations des sociétés cotées sur un marché réglementé dans un cadre européen, et d'autre part protéger les investisseurs. Cet objectif passe par le maintien du contrôle de l'autorité nationale sur les sociétés de son territoire et s'inspire de la DSI en ce qui concerne les intermédiaires, en adaptant la notion de passeport européen pour les sociétés.

Ainsi, au lieu d'établir un certificat spécifique à l'occasion d'une émission, il s'agirait de considérer que l'accord obtenu auprès de son autorité nationale vaut permission de lancer une opération dans l'ensemble des pays de l'Union européenne. L'équivalence des règles, notamment en matière d'information et de cotation, est présumée entre les États membres de

ces espaces dès lors que les directives sont transposées : les sociétés des États tiers sont donc soumises aux mêmes dispositions que les sociétés nationales dès leur admission à la cote officielle d'un de ces États membres. Il paraît dans cet esprit très simple de considérer qu'une société d'un pays donné est contrôlée par l'autorité de son pays.

Ce système simplifié pourrait également s'appliquer à la surveillance de l'information sur le marché secondaire : il est plus simple de considérer qu'une société cotée italienne, par exemple, soit soumise au seul contrôle de la Consob, même si cette société a des titres répartis dans plusieurs pays européens et est cotée sur plusieurs places.

Dans le futur, il est probable que des accords existeront entre bourses européennes, permettant d'effectuer des opérations très aisément d'un pays à l'autre. L'accord récemment intervenu entre la Bourse de Paris et la Bourse de Francfort constitue un bon exemple. Dès sa mise en œuvre, il sera ainsi possible, à partir des écrans installés à Paris, d'acheter et de vendre des titres de sociétés cotées en Allemagne, sans que celles-ci aient effectué une quelconque procédure d'admission à Paris. Dans ce schéma, il paraît efficace et simple de considérer que les sociétés cotées initialement en France seront soumises au contrôle des autorités françaises et que les sociétés initialement cotées en Allemagne resteront sous le contrôle des autorités allemandes. Le même principe pourrait s'appliquer aux valeurs cotées sur des marchés interconnectés comme le Nouveau marché. Enfin, ce système simplifié correspond aux assouplissements envisagés en matière de prospectus, l'utilisation de résumés en langue locale permettant une information correcte du public des particuliers, à l'occasion d'opérations d'appel public à l'épargne.

- **Favoriser l'instauration d'une information adaptée aux techniques actuelles.** Au-delà de la nécessité d'adapter le contenu de l'information diffusée, il apparaît essentiel d'améliorer les modes de diffusion de cette information. Longtemps seul véhicule connu pour l'échange d'information, le support papier reste un moyen essentiel d'informer le public à travers la presse économique et financière et à travers la publication des documents annuels établis par les sociétés (document de référence, rapport annuel). Mais le support papier ne peut

correspondre à tous les besoins, en raison principalement des délais inhérents à sa diffusion. L'information du marché est une information diffusée tout au long de la journée dans un contexte où les valeurs sont, le plus souvent, cotées en continu. C'est pourquoi les agences de presse ont développé des systèmes d'information de marché en continu en utilisant les liaisons informatiques et en permettant à leurs clients de s'abonner à des services proposant une information en temps réel. Pour sa part, la Cob a soutenu la création d'une banque des communiqués, accessible au public le plus large par le système du minitel, permettant d'avoir les communiqués des sociétés dans leurs propres termes, sans retraitement et immédiatement.

Le développement actuel du réseau Internet pose, on l'a vu, de nouveaux problèmes car la diffusion de fausses nouvelles ou les tentatives de manipulation sont possibles. Dans ce cadre, il paraît fondamental de permettre aux investisseurs de disposer de sites fiables sur lesquels ils pourront trouver une information de qualité, abondante, à jour et validée.

En ce sens, la Cob a conçu et développé un système, baptisé Sophie, accessible à partir de son site Internet et qui permet aux investisseurs et au public d'avoir accès aux documents approuvés par ses soins. L'idée, dans un premier temps, consiste à offrir la mise à disposition sur le site Internet de la Cob, de l'ensemble des documents de référence enregistrés. Cette mise à disposition devrait permettre à la fois aux investisseurs d'avoir accès rapidement et discrètement aux informations concernant une société cotée. Les investisseurs n'auront plus à solliciter l'envoi d'un document auprès de la société, ce qui prend toujours un délai certain, ou à rechercher quel centre de documentation pourrait disposer de ce document. De plus, l'investisseur pourra ainsi avoir la certitude de disposer du dernier document publié par la société. Cet accès constituera donc, pour les investisseurs, un progrès dans la fiabilité de l'examen des documents.

Du point de vue des entreprises, une telle mise à disposition permettra des économies (moins de tirages imprimés, moins de frais d'envois) et pourra autoriser la consultation du site propre des sociétés grâce à un lien établi à partir du site Cob vers le site propre des sociétés où, au-delà du document de référence en français, les

Dans le cadre d'Internet il paraît fondamental de permettre aux investisseurs de disposer de sites fiables sur lesquels ils pourront trouver une information de qualité, abondante, à jour et validée.

investisseurs pourront consulter des documents en anglais (traduction du document de référence) ou des documents en français non validés par la Cob (présentation institutionnelle, analyses financières...).