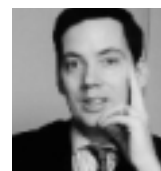


Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Cob - Rôle du visa - Interprétation des contrats de droit privé (non)

Paris, 23 octobre 2001, *Liberty Surf/Cob* ; voir également H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «Droit des marchés financiers», *Litec*, 3^e éd., 2001, § 135-2, p. 152.

Lorsqu'elle appose son visa sur des documents d'information destinés au public, la Cob exerce une prérogative de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières qui n'implique aucune authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Quel doit être le rôle de la Cob dans l'interprétation des contrats de droit privé qu'elle est amenée à examiner dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne, notamment lors de la délivrance de ses visas ? La question peut être posée dans les mêmes termes s'agissant du CMF, notamment lorsque ce dernier reçoit des pactes d'actionnaires et qu'il doit se prononcer ensuite au regard de l'obligation de dépôt d'une offre publique. Tel était le cas soumis à l'examen des juges de la Cour d'appel de Paris dans l'affaire *Liberty Surf*. En l'espèce, après que le CMF eût déclaré recevable l'offre publique d'échange initiée par la société *Tiscali Spa* visant la totalité des actions de la société *Liberty Surf*, la Cob délivra son visa sur la note d'information relative à l'offre. Des actionnaires minoritaires contestèrent alors non pas la recevabilité de l'offre mais l'apposition du visa par la Commission au motif que l'information figurant dans la note d'information contrevenait aux dispositions du règlement Cob n° 89-03. En effet, certains minoritaires estimaient que la note établie conjointement entre les sociétés *Tiscali* et *Liberty Surf* était incomplète et trompeuse, justifiant ainsi de l'annulation de la décision. L'affaire concernait l'acquisition, préalablement au lan-

cement de l'offre publique par *Tiscali*, de la société *Film Non Stop* par *Liberty Surf*. Alors qu'il avait été convenu entre les actionnaires des deux sociétés que le paiement du prix d'acquisition des actions de la société *Film Non Stop* aurait lieu pour partie en actions *Liberty Surf* et pour partie en espèces, celle-ci n'avait pas donné lieu à règlement. Il en résultait un différent entre les anciens actionnaires de *Film Non Stop* et la société *Liberty Surf* dont ils étaient devenus actionnaires. Or, selon ces derniers, la note d'information présentait une omission trompeuse dans la mesure où le principe même de l'exigibilité du complément de prix, sa date d'exigibilité et son montant n'apparaissaient pas suffisamment clairement dans le document visé par la Cob.

Les magistrats de la chambre H de la Cour d'appel de Paris ne retiennent toutefois pas cette argumentation et déboutent les minoritaires de l'ensemble de leurs prétentions. Pour justifier leur décision, les juges développent une argumentation en trois temps. En premier lieu, ils constatent que l'opération de rapprochement entre *Liberty Surf* et *Tiscali* n'a pas en elle-même été contestée par les minoritaires, aucun recours n'ayant été exercé envers les décisions de recevabilité et de déroulement de la procédure d'offre, pas plus que la demande d'un sursis à exécution du visa ; l'absence de contestation de la procédure d'offre a donc conduit normalement et logiquement le CMF à constater la clôture de l'offre et publier une décision indiquant le résultat de celle-ci. Ce constat conduit au deuxième temps de l'argumentation retenue par la Cour : la non-contestation de l'offre ne peut conduire à en modifier les termes postérieurement. Autrement dit, le recours devenait inopérant « l'annulation éventuelle de la décision critiquée ne pouvant rétroactivement priver d'effet l'offre en cause puisqu'elle laisserait subsister des décisions distinctes devenues définitives rela-

tives à la recevabilité et au calendrier de ladite offre». Enfin, troisième temps dans l'argumentation, il n'est pas du pouvoir de la Cob de se prononcer sur l'interprétation d'un contrat de droit privé, son rôle se limitant, dans la délivrance du visa, à examiner la cohérence et la pertinence de l'information figurant dans la note d'information. Ce dernier aspect est bien sûr le plus important, notamment au regard de sa formulation par la Cour qui formule un considérant de principe en énonçant : «*qu'en toute hypothèse, la Cob, lorsqu'elle appose un visa sur des documents d'information destinés au public, exerce une prérogative de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières qui n'implique aucune authentification des éléments comptables et financiers présentés ; qu'elle attribue celui-ci après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs ; que la juridiction de la Cour (...) ne peut s'exercer que dans la seule limite des compétences relevant de l'autorité qui s'est prononcée en première instance et ne saurait s'étendre à des problèmes externes à l'offre publique en cause, notamment à ceux relevant exclusivement du droit privé des contrats et obligations ; qu'en l'espèce, pour démontrer l'inexactitude de l'information diffusée, les requérants se prévalent d'engagements contractuels de la société Liberty Surf à leur égard, relatifs au paiement d'un complément du prix d'achat, par celle-ci, de la société Film Non Stop ; qu'un tel grief, en ce qu'il implique l'interprétation d'un contrat de droit privé, est donc inopérant*».

Cette décision est intéressante à plusieurs titres. En premier lieu, alors même que compte tenu de sa portée, la décision commentée peut être transposée dans ses principes au CMF, elle vient clairement limiter le champ d'investigation des autorités de marché dans la délivrance de leurs actes d'autorisation (visa Cob ou décision de recevabilité) ; par ailleurs, elle ouvre le champ à des réflexions opportunes au regard du projet en cours de discussion sur la réforme de la procédure de délivrance du visa Cob.

1 - La rédaction employée par la Cour dans son considérant principal – «*en toute hypothèse*» – souligne la portée générale qu'il convient d'attribuer à l'arrêt du 23 octobre 2001. C'est parce que la Cob est investie de prérogatives de puissance publique en vue de remplir une mission de service public, en l'espèce la protection de l'épargne, que la formalité administrative que constitue l'apposition du visa doit se limiter à ce seul objectif, sans interférer dans l'examen de situations extérieures à l'opération pour laquelle un acte d'autorisation est nécessaire avant l'ouverture de l'opération proposée au public. L'arrêt reprend ici la formulation désormais classique du rôle du visa – «*assurer la cohérence et la pertinence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée*»¹ – conduisant à écarter toute authentification des éléments comptables et financiers présentés. Reste à s'entendre sur le contenu des notions de cohérence et de pertinence. La «*cohérence*» doit conduire la Commission à examiner dans quelle mesure les informations données permettent aux investisseurs de disposer d'outils d'analyse fiables pour fonder leur jugement, notamment en s'attachant à vérifier la permanence des méthodes comptables (quant à l'évaluation des actifs, la détermination

des provisions pour risques et charges, l'exposition aux risques de marché, les engagements de retraites...) ou, en cas de changement de méthode ou de variation du périmètre de consolidation à l'occasion de restructurations, d'acquisitions ou de fusion, la nécessité d'établir la comparabilité des comptes des exercices successifs au moyen d'une présentation de comptes *proforma*². La «*pertinence*» de l'information, pour sa part, ne doit pas conduire la Commission à procéder à un nouvel examen des éléments comptables et financiers à la suite de ceux opérés par les Commissaires aux comptes³, mais se limite à vérifier l'existence même de l'information présentée selon les normes prévues par ses règlements. Toute chose étant égale par ailleurs, c'est dans le même esprit qu'il convient de transposer les principes posés par cet arrêt à la mission du CMF, notamment en période d'offre publique. Tel est d'ailleurs le sens de la décision de la Cour d'appel de Paris du 13 novembre 2001 dans l'affaire Expand (cf. ci-après le commentaire de l'arrêt). La Cour précise en effet qu'il ne rentre pas dans ses attributions de se prononcer sur «*l'examen de l'application ou du non-respect des conventions d'actionnaires précédemment conclues entre les parties ; qu'en effet, même dans l'hypothèse où n'est pas tranché un différend, il n'est ni du pouvoir du Conseil, ni de la compétence de la Cour statuant sur les recours formés contre ses décisions, de se prononcer sur les violations éventuelles d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre par application de la loi du 2 juillet 1996 et de son règlement général*». Pourtant, ni la Cob, ni le CMF ne semblent totalement exclure la possibilité de se prononcer sur l'interprétation de contrats de droit privé⁴. Quelle frontière sépare donc les principes posés par ces deux décisions et la pratique de la Cob et du CMF ? Il semble clair que lorsqu'ils délivrent un acte administratif d'autorisation (visa ou avis de recevabilité), ni la Cob ni le CMF ne peuvent s'immiscer dans les relations entre les parties à une convention ou un accord, d'autant plus si celles-ci ont un différend entre elles. S'agissant de la Commission, elle ne peut donc pas prendre en compte les conséquences d'une convention privée pour l'appréciation de sa décision d'apposition d'un visa. Par contre, elle conserve la possibilité d'utiliser son pouvoir d'enquête afin d'apprécier la valeur de certains actifs essentiels et la pertinence de l'information destinée au public⁵. Elle peut aussi faire appel à un commissaire aux comptes ou un expert indépendant afin de procéder à toute analyse complémentaire ou vérification qu'elle estime utile dans le cadre de l'examen d'une opération soumise à son visa. Elle peut en plus procéder à des rectifications dès lors qu'elle constate que les informations fournies aux actionnaires comportent des inexactitudes ou des omissions (art. 621-18 du Code monétaire et financier). On notera, enfin, à cet égard la norme comptable n° 354 établie par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes du 12 octobre 2000 qui prévoit expressément que le champ d'investigation des commissaires aux comptes, lors du contrôle des informations figurant dans les prospectus, porte sur la nature comptable et financière du prospectus, soulignant une nouvelle fois que cette tâche ne relève pas de la responsabilité de la Cob.

S'agissant du CMF, s'il ne peut interpréter in abstracto une convention privée, il peut toutefois en apprécier les conséquences au regard de l'offre publique obligatoire. Tel est le cas lorsqu'il demande aux signataires d'un pacte de confirmer individuellement qu'il n'existe entre eux aucun accord relatif à l'exercice des droits de vote pour la mise en œuvre d'une politique commune⁶. Tel est aussi le sens de son intervention dans l'affaire Bouyges/Bolloré où le CMF constatait l'inexistence d'une action de concert précédemment déclarée⁷.

Dans un cas comme l'autre, la limitation aux seuls objectifs de leur mission respective conduit la Cob et le CMF à envisager de façon autonome les conséquences d'un même acte au regard du droit boursier et du droit commun. C'est en ce sens qu'un litige entre un acquéreur et un vendeur d'un bloc de contrôle est sans effet sur la procédure même de garantie de cours, peu important que le prix de vente du bloc cédé n'ait pas été payé⁸.

2 - On sait que la Cob a ouvert une réflexion de place sur la réforme de la procédure de délivrance de son visa. Sans rentrer dans le détail de cette réforme importante qui sera commentée dans un prochain numéro, l'on peut toutefois souligner l'innovation de ce projet en ce qui concerne la responsabilité des intermédiaires financiers. Si l'un des objectifs de la consultation de place consiste à mieux clarifier le rôle des intervenants en matière de responsabilité (objectif qui ne peut recevoir qu'un large soutien) notamment en substituant un contrôle a posteriori par la Cob aux lieu et place des contrôles a priori actuellement en vigueur, le projet prévoit aussi de faire peser sur les intermédiaires financiers participant à l'élaboration d'un document soumis au visa de la Cob une responsabilité spécifique au même titre que celle qui pèse sur l'émetteur de titres : « dans le cas d'une introduction, la responsabilité de l'intermédiaire financier introducteur devrait porter sur l'ensemble du prospectus et serait comparable à celle de l'émetteur afin d'assurer une parfaite sécurité au marché »⁹. Or, la jurisprudence actuelle différencie nettement un émetteur de titres et son conseil, l'authentification des éléments figurant dans une note d'information ou tout autre document similaire n'engageant que la seule responsabilité des mandataires sociaux et des commissaires aux comptes de la société concernée¹⁰. La réforme proposée conduirait ainsi les intermédiaires financiers à être traités au même niveau que l'émetteur de titres. La Commission justifie sa proposition par l'absence de mesure particulière dans sa propre réglementation, à l'exception du cas d'émission de titres en France d'une société étrangère cotée en France. Autrement dit, l'absence de définition de responsabilité des intermédiaires au regard de la réglementation Cob justifie la mise en place d'une responsabilité spécifique. C'est oublier que les intermédiaires financiers restent responsables au titre du droit commun de la responsabilité délictuelle. Modifier la règle les conduirait à les rendre responsables non seulement au titre de la responsabilité contractuelle (puisqu'ils signeraient le prospectus à côté de l'émetteur), mais aussi disciplinaire. Or, si cette dernière ne pose pas en elle-même de difficultés particulières, il en va différemment de la responsabilité contractuelle, les intermédiaires étant susceptibles, au titre de la théorie de « deep pocket », d'être systématiquement recherchés en responsabilité par des investisseurs déçus ou malheureux.

Dès lors, si le projet de la Commission devait aboutir à la mise en place d'une responsabilité spécifique des intermédiaires financiers, il reste à souhaiter que celle-ci soit très précisément encadrée et définie de concert avec les professionnels.

¹ Cf. ainsi, Cass. com., 9 juillet 1996 : *Bull. Joly Bourse* 1996, § 95, p. 609, note H. de Vauplane ; Paris, 13 septembre 1996 : *Banque & Droit*, janv.-fév. 1997, n° 51, chron. H. de Vauplane, p. 32.

² *Bull. Cob*, n° 330, décembre 1998, et 341, décembre 1999. Cf. aussi l'avis CNC n° 97-06 du 18 juin 1997 relatif aux changements comptables : *Rapport Cob* 1997, p. 76.

³ L'on notera l'existence de différents comités ad hoc entre la profession comptable et la Cob : un Comité de déontologie et d'indépendance (CDI), les contrôles de qualité du Comité d'examen national d'activité (cf. *Rapport Cob* 1999, p. 60 et suiv.).

⁴ S'agissant du CMF, on se souvient qu'il avait été appelé à se prononcer dans l'affaire Bouyges/Bolloré, sur la fin d'une action de concert : *Banque & Droit*, n° 63, janv.-fév. 1999, p. 36, obs. H. de Vauplane ; J.-J. Daigre, « L'action de concert : actualité récente » : *RD bancaire et bourse* n° 76, nov.-déc. 1999, p. 208. S'agissant de la Cob, l'on peut citer son intervention lors du conflit opposant la Société générale et Paribas à la BNP lors des offres publiques en 1999 : J.-J. Daigre, « Le Communiqué, une nouvelle source du droit : à propos d'un communiqué de la Cob du 4 mai 1999 » : *RD bancaire et bourse* n° 74, juill.-août 1999, p. 109.

⁵ Paris, 26 janvier 1999 : *Bull. Joly Bourse* 1999, § 94, p. 475, note A. Couret.

⁶ Avis SBF n° 97-3191 du 26 septembre 1997 : *Banque & Droit*, janv.-fév. 1998, obs. H. de Vauplane.

⁷ Communiqué CMF, Avis SBF n° 98-3574.

⁸ Affaire Hubert Industrie : Cass. com. 24 février 1998, H. Finance Participations/CBV : *Bull. Joly Bourse* 1998, § 88, p. 474, note M.-C. de Nayer.

⁹ Consultation publique de la Cob sur le projet de réforme de sa procédure de contrôle des opérations financières et de délivrance du visa.

¹⁰ Paris, 7 juillet 1995 : *Bull. Joly Bourse* 1995, § 89, p. 517, note H. de Vauplane.