

Chronique *financière* *et boursière*


HUBERT DE VAUPLANE

 Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF

JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur de droit, Paris I

II Actualités réglementaires

Réforme de la procédure de Visa Cob. Contrôle a posteriori. Responsabilité des intermédiaires financiers

Règlement Cob n° 2001-05, arrêté du ministre de l'économie du 28 janvier 2002, JO du 15 février 2002, p. 2968 ;
règlement Cob n° 2002-05, arrêté du ministre de l'économie du 18 juin 2002, JO du 7 juillet 2002, p. 11686. Cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd. Litec, Paris, 2001, n° 124-1, 135 et 478.

Presque deux années après son lancement, voici la réforme de la procédure du visa Cob définitivement terminée. Opérée en deux temps, celle-ci est née de la nécessité d'adapter la réglementation française à la complexité des opérations et le raccourcissement de leur réalisation dans des délais de plus en plus brefs. En effet, les services de la Commission avaient de plus en plus de mal à faire face au traitement des demandes de visa. Trois principes ont guidé cette réforme : transparence du marché, avec l'obligation de procéder à la publication de l'information annuelle et périodique sur le site internet de la Commission, et de procéder à une actualisation régulière sur ce site du document de référence ; assouplissement des procédures, avec une plus grande flexibilité des conditions d'offre et la suppression du visa définitif tout comme un assouplissement de la règle des 10 % du placement réservé aux salariés ; clarification des responsabilités des différents intervenants, avec la mise en place d'un contrôle a posteriori du document de référence et de la note de rachat d'actions et une définition plus précise de la responsabilité des intermédiaires financiers concernant le prospectus d'introduction et les prospectus ultérieurs. Une telle réforme ne pouvait s'effectuer sans un minimum de concertation avec les professionnels et les émetteurs. Il s'agit là d'une démarche nouvelle de la Cob qui doit être saluée, les différents intervenants demandant depuis longtemps, à l'image de ce qui se pratique sur certaines autres

grandes places financières, d'être associés plus étroitement aux réflexions sur les projets de réforme de la réglementation boursière. C'est dans ces conditions œcuméniques qu'une large consultation de place eût lieu entre le 31 juillet 2001 et le 12 octobre 2001, permettant à chacun de s'exprimer librement sur le sujet en envoyant ses commentaires au document de consultation à la Commission¹. L'attente et l'appétit de communiquer ses observations étaient réels puisque près d'une cinquantaine de réponses de tout horizon ont été reçues par la Commission². Hélas, le résultat n'est pas totalement à la hauteur des attentes des professionnels, tout au moins pour le volet de la réforme tenant à la responsabilité des intermédiaires. Alors que dans les réponses apportées aux propositions de la Commission, la quasi-unanimité des professionnels s'est déclarée opposée ou peu favorable à une redéfinition de la responsabilité des différents intervenants, la Cob a «passé en force» sa proposition, montrant les limites de l'exercice de consultation de place.

Le premier volet de la réforme, effectué par le Règlement Cob n° 2001-05 a consisté à passer d'un contrôle a priori du visa à un contrôle a posteriori, ainsi que par l'instauration du système de mise en ligne et d'actualisation en ligne du document de référence. La seconde étape, opérée par le Règlement Cob n° 2002-05, comporte elle-même deux volets : l'assouplissement de la procédure administrative de délivrance du visa pour les introductions en bourse et les opérations des sociétés cotées d'une part, et la clarification de la responsabilité des différents intervenants à une opération financière d'autre part.

- **Contrôle a posteriori.** On sait que l'égalité d'accès à l'information est l'une des conditions nécessaires au bon fonctionnement des marchés financiers. Dans son document soumis à consultation, la Commission relevait que les intermédiaires financiers ont pris l'habitude, avant de lancer une opération sur le marché, «de diffuser des informations et de procéder à des tests auprès de la clientèle institutionnelle» ; elle en concluait que ces contacts opèrent une «rupture dans l'égalité entre les investisseurs, notamment vis-à-vis du public qui doit attendre le visa de la Cob

et la publication du prospectus préliminaire pour bénéficiaire du même niveau d'information sur l'émetteur ou la transaction». Pour rétablir cette égalité, la Commission proposait de mettre à la disposition de tous les investisseurs le plus en amont possible les informations de base des émetteurs. C'est le principe du contrôle a posteriori du document de référence des sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé. Il revient donc à l'émetteur et à ses conseils de veiller à ce que ce document corresponde exactement aux (nombreuses) prescriptions exigées par la réglementation. La commission n'intervient donc plus dans la préparation de la documentation. Cette plus grande liberté laissée aux émetteurs – qui conduira ceux qui avaient pris l'habitude de se reposer parfois sur les services de la Commission pour s'assurer de la conformité de leur document à s'organiser différemment – a toutefois un prix : l'absence d'indication en provenance de la Commission sur le traitement de telle ou telle difficulté lors de la rédaction de ces documents. C'est d'ailleurs notamment pour cela que la Cob ne donne pas un blanc seing définitif : elle se réserve la possibilité de demander à l'émetteur postérieurement à la délivrance du visa des rectifications, si elle constate une omission ou une inexactitude «significative» dans le document de référence. Ces rectifications sont alors publiées selon les mêmes modalités que le document de référence. Toute omission ne fait pas automatiquement l'objet d'une rectification ; en effet, si une omission n'affecte pas de manière «significative» le jugement que pourrait porter un investisseur sur la société ou une opération initiée par celle-ci, l'émetteur est dispensé de procéder à une rectification immédiate et doit seulement tenir compte de cette omission lors de la mise à jour du document de référence. Lors de la consultation de place, nombreux ont été ceux qui ont critiqué ce pouvoir d'appréciation subjectif de la Commission assimilable à un droit de veto. Il est en effet du plus mauvais effet en termes de communication financière pour émetteur de devoir procéder, postérieurement à la publication de son document de référence, à un «rectificatif». Tout le problème vient du terme «significatif». Compte tenu des critiques signifiées par les professionnels quant à l'appréciation de son contenu et de sa signification, la Commission a crû bon d'apporter une précision dans son règlement : *«Est significative toute omission ou inexactitude au regard des règlements de la Commission ou de leurs instructions d'application, qui est susceptible de fausser manifestement l'appréciation par l'investisseur de l'organisation, l'activité, les risques, la situation financière et les résultats de l'émetteur»*. Autrement dit, est significatif tout ce qui est manifeste ! Voilà les émetteurs bien avancés et l'on peut penser que ce point fera l'objet de nombreux débats avec la Cob. Le danger réside ici que ce contrôle a posteriori devienne plus compliqué à gérer que le contrôle a priori.

- **Simplification de la procédure de délivrance du visa.** Tenant compte de l'évolution des pratiques internationales, la Cob a estimé nécessaire de simplifier les conditions de délivrance du visa, notamment en réduisant les délais d'instruction et en mettant en place un processus plus structuré, *«tout en affirmant l'attachement de principe [de la Commission] à un contrôle strict de l'information délivrée»*. Sans rentrer dans le détail de l'ensemble des mesures, l'on signalera les modifications les plus impor-

tantes, à côté de l'instauration d'une procédure spécifique pour les introductions en bourse. Suppression du visa définitif, dès lors que les termes de l'offre (prix, quotité, calendrier) sont arrêtés dans les limites initiales prévues dans le prospectus ou toute communication complémentaire ultérieure ; publication des termes définitifs par simple communiqué de presse publié sous la responsabilité de l'émetteur ; autorisation d'une certaine flexibilité des conditions des offres sur les marchés réglementés ; abandon de la règle de 10 % de placement réservé aux particuliers, dès lors qu'il s'agit d'une opération sur des titres déjà cotés réalisée à des conditions proches du prix du marché. La modification la plus importante tient toutefois à la création d'une procédure ad hoc pour les introductions en bourse. Celle-ci est scindée en deux phases : le dépôt d'un document de base, et le dépôt d'une note d'opération. Le document de base, qui contient toutes les informations prévues pour l'établissement d'un prospectus, est établi sous la responsabilité de l'émetteur, de ses contrôleurs légaux et des PSI mandatés par l'émetteur. Le dépôt du document de base est effectué au moins trente jours de bourse avant la date prévue d'obtention du visa pour l'opération. La Cob enregistre le document de base et rend public celui-ci par mise en ligne sur son site internet d'un avis d'enregistrement. Il est toutefois prévu la faculté pour les émetteurs de différer la publication de ce document, sous leur responsabilité, à condition d'en assurer la confidentialité, mais pas plus tard que cinq jours de bourse avant la date prévue d'obtention du visa.

- **Clarification des responsabilités des intermédiaires.** Le Règlement 2002-05 vient modifier les règlements n° 95-01 relatifs à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le nouveau marché, le règlement 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée et le Règlement n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers. Les modifications apportées prévoient de façon quasi-similaire qu'il appartient désormais aux prestataires de services d'investissement (PSI) qui participent à une opération financière (introduction en bourse, opération financière sur titres déjà admis aux négociations sur un marché réglementé ou opération d'appel public à l'épargne sans admission aux négociations sur un marché réglementé) portant sur des titres de capital réalisée par une société, de procéder à des diligences en vue de remettre à la Cob une attestation. Il est ainsi prévu que, sur la base de «diligences professionnelle d'usage», le PSI atteste que ces diligences *«n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement»*³. L'idée sous-jacente à cette réforme consiste à mieux protéger l'épargne publique en assurant un niveau minimum de diligences par les intermédiaires financiers. Certes, la période d'euphorie boursière de la fin des années quatre-vingt-dix, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, avait vu de nombreuses levées de capitaux dont on pouvait douter de la nécessité d'un financement par appel au public au lieu et place du capital risque ou capital investissement. De même, lors d'un certain nombre d'opéra-

tions de marché, l'on pouvait s'interroger sur le degré de professionnalisme de certains intermédiaires qui semblaient plus intéressés par le niveau de commissions immédiates procurées par une opération de marché que par leurs diligences professionnelles et le devenir des titres placés auprès du public. Mais il semble que la motivation de la Commission soit à rechercher ailleurs. Plus que sur le strict plan de la responsabilité juridique des PSI, l'intention de la Commission semble se poser principalement en termes de responsabilisation des partenaires de l'entreprise. Il semblerait en effet que la Commission ait constaté qu'après leur introduction, certaines sociétés n'avaient pas les ressources suffisantes pour remplir de façon satisfaisante les obligations inhérentes à leur statut de sociétés cotées. Dès lors, plutôt que de responsabiliser les émetteurs en veillant que ceux-ci disposent bien des moyens nécessaires qui leur permettraient de remplir leurs obligations, la Cob a préféré s'adresser aux professionnels pour s'assurer du respect de ces normes. L'on pourrait discuter de cette option de régulation qui consiste à faire peser sur une entreprise commerciale dont l'objectif est de faire des profits une mission de police économique, mais tel n'est pas l'objet de cette chronique. C'est donc une œuvre de «sensibilisation» qu'a souhaité effectuer la Cob : en responsabilisant plus les intermédiaires, elle espère que l'épargne publique n'en sera que mieux protégée. Pour parvenir à l'objectif ainsi défini, la Cob a identifié trois situations donnant lieu pour les PSI à des diligences – et donc des attestations – de portées différentes. Ainsi, si l'attestation porte sur un prospectus d'introduction, ces diligences portent sur l'intégralité du prospectus ; si l'attestation du prestataire porte sur un document (document de référence, note d'opération ou prospectus) établi dans la période de trois ans qui suit l'introduction de la société, deux sous-cas doivent être précisés : a) lorsque l'attestation porte sur un document de référence ou sur un prospectus n'incorporant pas par référence un document précédent, les diligences du prestataire portent sur la période qui s'est écoulée jusqu'à la date de l'attestation, depuis le dernier document de référence attesté par un PSI ou depuis le dernier prospectus ; b) lorsque l'attestation porte sur une note d'opération incorporant un document de référence ou un prospectus, les diligences du prestataire se limitent à la mise à jour des éléments d'information nécessaires à l'actualisation du document incorporé par référence pour la période qui sépare la date de l'attestation du document incorporé par référence de celle de la nouvelle attestation. Enfin, si l'attestation porte sur une opération se situant au-delà de la période de trois ans après l'introduction en bourse, les diligences du PSI ne portent que sur les modalités de l'opération et sur les caractéristiques des instruments financiers offerts, tels que décrites dans le prospectus ou la note d'opération, suivant le cas. L'attestation étant délivrée sur la base de «diligences professionnelles d'usage», l'AFEI et la FBF ont élaboré en juillet 2002 un code professionnel servant de support aux PSI pour la détermination de leurs obligations. L'on notera à cet égard qu'il s'agit d'une norme professionnelle, et non réglementaire, ce qui laisse une marge de souplesse appréciable aux PSI pour adapter le contenu du code selon l'évolution de la pratique, et ce sans approbation préalable de la Cob, même si toute modification devrait en pratique s'effectuer en concertation avec celle-

ci. Ce code professionnel indique le contenu des attestations devant être délivrées, sur la base des «*diligences professionnelles d'usage*», par les PSI et distingue le contenu en fonction des trois situations envisagées par la Cob. Plus particulièrement, ce code professionnel indique que le PSI doit attester que ses diligences «*n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement*» dans les seuls cas d'opérations d'introduction en bourse ou d'opérations réalisées dans les trois ans de cette introduction. En ce qui concerne les opérations réalisées après l'expiration des trois ans précités, il prévoit que le contenu de l'attestation se limite à préciser «*que la note d'opération décrit fidèlement les modalités de l'offre et les caractéristiques des instruments financiers offerts*». Les diligences sont effectuées par des vérifications sur pièces opérées à partir de divers documents remis par la société, et d'autre part d'entretiens avec les principaux dirigeants de la société afin de permettre à l'intermédiaire financier d'obtenir les éléments d'information utiles à la délivrance de son attestation. Il convient de noter que lors de ses vérifications, le PSI ne saurait porter de jugement quant à la probabilité de réalisation des prévisions de tous ordres qui lui seraient fournies par l'émetteur (chiffre d'affaires, bénéfices...), pas plus qu'il ne saurait porter d'appréciation sur les données extérieures à l'émetteur ayant servi à élaborer ces prévisions⁴. Le travail du PSI ne consiste pas vérifier la véracité et la sincérité des informations et n'est pas comparable à celui des commissaires aux comptes : ils ne certifient pas la régularité et la sincérité des comptes, mais attestent d'un seul contrôle de cohérence. Dès lors, il n'a pas à effectuer de diligences entrant dans les missions des commissaires aux comptes ou à valider les diligences qu'ils ont effectuées. Le PSI doit par contre interroger la direction de l'émetteur sur les éléments qu'elle a retenus, de manière à vérifier la cohérence de ceux-ci par rapport aux performances passées et la situation actuelle de l'émetteur. Bien évidemment, la délivrance de l'attestation ne peut en aucun cas être considérée comme une préconisation ou une recommandation d'achat des titres de la société émettrice. Avant de s'interroger sur la portée de l'attestation, il est intéressant de constater que le règlement Cob ne prévoit pas de sanction spécifique en cas de non-respect des normes professionnelles. S'il est inutile de prévoir une sanction expresse pour refus de délivrance de l'attestation compte tenu dans cette hypothèse de l'absence de délivrance du visa, le prestataire qui n'effectuerait pas avec professionnalisme ses diligences pourrait voir sa responsabilité disciplinaire engagée⁵, non pas par la Cob mais par le CMF au titre de l'article L. 622-15 du c. mon. fin. Au-delà de la nature de la sanction, la difficulté essentielle de la réforme porte sur la portée de l'attestation : le problème vient de l'ambiguïté du code : à destination de qui les diligences sont-elles réalisées ? du régulateur ou du marché ? Selon la Cob, il est clair que «*vis-à-vis de la Cob, le PSI est seul responsable de la mise en œuvre de l'intégralité des diligences définies par le code professionnel*⁶, sans préjudice des contre-garanties fournies notamment par l'émetteur⁷», l'attestation mentionne, pour sa part explicitement que les diligences réalisées doivent ne révéler «*aucune inexactitude ou omission significative de mesure à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement*». La question

principale née de cette réforme est de savoir si celle-ci crée ou non une responsabilité des PSI à l'égard du public. Non pas que ceux-ci n'effectuaient aucune diligence jusqu'alors, mais celles-ci – nées de la pratique internationale – restaient de l'ordre contractuel avec l'émetteur. L'on notera d'ailleurs, à notre connaissance, l'absence de jurisprudence récente rendant responsable un intermédiaire financier à la suite de ses propres diligences. Cependant, malgré les efforts des professionnels dans la rédaction du Code pour limiter leurs engagements vis-à-vis de la Cob et de l'émetteur, la jurisprudence pourrait estimer que l'attestation du PSI protège en réalité tout autant le public ; dès lors, un investisseur pourrait, non pas au titre de la responsabilité contractuelle, mais au titre de la responsabilité délictuelle, rechercher la responsabilité du PSI⁸. Restera à l'investisseur à établir une faute du PSI dans l'exécution de sa tâche. A cet égard, dans la mesure où les vérifications effectuées ne peuvent porter sur la régularité et la sincérité des éléments fournis, la jurisprudence devrait se limiter à sanctionner l'absence de méthode pour défaut de cohérence de travail effectué par le PSI.

1 Cf. *Bull. Cob* n° 359, juillet-août 2001, p. 15.

2 Sachant qu'un certain nombre de celles-ci émanaient d'associations professionnelles d'émetteurs, d'investisseurs ou d'intermédiaires financiers regroupant ainsi les réponses des intervenants n'ayant pas souhaité envoyer directement leurs éléments à la Commission.

3 Cf. les dispositions prévues sur ce point par le code professionnel de l'AFEI et de l'AFB.

4 Cf. en ce sens, «Diligences à opérer par les prestataires de services d'investissement participant à une opération financière : code professionnel FBF - AFEI» : *AFEI*, juillet 2002.

5 Dans le même sens, cf. *FBF, Communication adhérents* n° 2002/207 du 31 juillet 2002.

6 «Mise en œuvre de la seconde étape de la réforme Visa» : *Bull. Cob* juillet-août 2002.

7 L'hypothèse où l'émetteur délivrerait des contre garanties au PSI est celle où l'émetteur ne lui aurait pas demandé d'effectuer l'intégralité des diligences professionnelles mais en aurait confié une partie à un autre intervenant (avocat, expert-comptable...). Même dans ce cas, la Cob estime que le prestataire est seul responsable envers elle de l'intégralité des diligences effectuées.

8 Cf. en ce sens, «Point sur les nouveaux risques juridiques pesant sur les PSI lors d'une introduction en bourse et les précautions à prendre» : *Ginestié, Paley-Vincent & Associés*, 2 septembre 2002.