

APPROCHE CRITIQUE DE LA NOUVELLE FORMULATION DES VISAS DE LA COB

Benoît LE BARS

Maître de conférences à l'Université de Cergy-Pontoise

1. Introduction. Sollicitée par des investisseurs et les organes d'information généralistes, la COB a récemment rappelé quelles étaient ses obligations à l'occasion d'une délivrance de visa en faveur d'une société cotée ou souhaitant voir ses titres inscrits sur un marché réglementé (Communiqué du 10 novembre 2000). A cette occasion, la COB a choisi d'actualiser la forme de ses visas pour en préciser la portée.

Ainsi pour un document de référence le visa comporte, depuis le 1^{er} décembre 2000, une mention d'après laquelle « *Le présent document de référence a été enregistré auprès de la Commission des opérations de bourse de XXX sous le numéro YYY. Il ne peut être utilisé à l'appui d'une opération financière que s'il est complété par une note d'opération visée par la Commission des opérations de bourse. Ce document de référence a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité de ses signataires. Cet enregistrement, effectué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée sur la situation de la société, n'implique pas l'authentification des éléments comptables et financiers présentés* ».

Pour une note d'opération la formulation est la suivante : « *Par application des articles 6 et 7 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, la Commission des opérations de bourse a apposé sur le présent prospectus le visa n° XXX en date du YYY. Ce prospectus a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs.* »

Conçu comme une manière de faire écho à la jurisprudence ayant fixé les limites des compétences de la COB dans le cadre de la délivrance de ses visas (CA Paris, 7 juill. 1995 : Bull. Joly Bourse 1995, 517, note de Vauplane ; D. affaires 1995, n° 3, p. 61), le choix d'une telle formulation n'est pourtant pas anodin. Il suscite une interrogation sur la place du visa de la COB à l'égard des informations délivrées par les sociétés cotées et sur les éventuels risques d'une telle formulation pour les épargnants et associés destinataires des informations visées.

2. Problématique générale. La mission attribuée à la COB par l'ordonnance du 28 septembre 1967 est particulièrement ambitieuse. Cette ambition est souvent saluée comme constituant une des garanties de fonctionnement du marché comme des sociétés cotées, l'information étant, en effet, un outil d'évaluation des titres et de fonctionnement équilibrée de la société commerciale.

Cette autorité administrative indépendante (Depuis la loi du 2 juillet 1996) « *veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon*

fonctionnement des marchés » (Art. 1^{er}, Ord. 28 sept. 1967). Une telle mission ne peut que susciter des interrogations lorsqu'elle est confrontée à sa mise en œuvre pratique, notamment lors de la délivrance du visa d'un prospectus d'information, d'un document de référence ou d'une note d'information.

Les dispositions applicables aux visas sont un support précieux de réflexion. Ainsi, les domaines d'interventions de la COB sont précisés par l'ordonnance de 1967 (art. 6 et 7) et par ses propres règlements (88-04, 91-02, 92-02 et 98-01). Dès lors, la question principale que pose le contrôle des informations fournies par une société souhaitant demander son admission sur un marché réglementé, effectuer des opérations sur le marché ou transmettre une information aux investisseurs, pour une société cotée, consiste à déterminer quels sont les limites du contrôle de la COB. En effet, la COB se trouve dans une position singulière. Organe de contrôle des informations révélées à la communauté des investisseurs elle devient comptable envers eux du contenu de l'information qu'elle accepte de mettre à la disposition du public. Mais jusqu'où doit aller cette responsabilité de la COB ?

Fondamentalement, et l'article 1^{er} précité de l'ordonnance du 28 septembre 1967 permet de le comprendre, la COB exerce simplement une mission de protection des investisseurs quant à l'information qui leur est divulguée. Une telle affirmation, si elle est difficilement contestable, ne permet pas de déterminer exactement en quoi pourront consister les contours exacts de la mission exercée par la COB. Le choix entre contrôle de la véracité de l'information ou de son sérieux pourrait aller jusqu'à un contrôle de l'opportunité du projet proposé au visa de la COB ou, pourquoi pas, jusqu'à une appréciation de la valorisation des titres proposés, dans une offre publique notamment, la COB étant alors amenée à se prononcer sur le prix d'une opération.

3. La conformité à l'approche classique du visa. Au sens de l'article 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la délivrance d'un visa au sujet d'un document d'information constitue « *une formalité substantielle, une obligation imposée à toute société faisant publiquement appel à l'épargne lorsqu'elle émet des titres ou en demande l'admission à la cote* » (N. Decoopman, Commissions des opérations de bourse, Jurisclasseur Banque et Crédit, Fasc. 1510, § 37). Cette obligation n'est plus sanctionnée pénalement depuis la loi du 2 août 1989 et, il ne semble pas qu'elle puisse entraîner la nullité de l'opération projetée, en particulier pour une émission, dans la mesure où elle ne constitue pas la violation d'une obligation de la loi du 24 juillet 1966 (Art. 360 devenu Art. L 235-1 C. com.).

En dehors du cas de l'émission, il convient cependant de rappeler que pour l'admission à la cote d'une société, la SBF-Bourse de Paris subordonne sa décision à l'obtention du visa de la COB. La sanction est donc ici indirecte et ne manque pas d'impact à l'égard des initiateurs du projet d'introduction en bourse (sur le débat doctrinal suscité par l'article 360 L. 1966, voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 1998, § 125, p. 115).

Fondamentalement, le rôle de la COB est d'aider les épargnants à se décider en connaissance de cause non de se substituer à eux. La COB a récemment eu l'occasion de la rappeler en précisant que « *dans un contexte caractérisé par une plus grande maturité des épargnants, ainsi que par leur désir croissant d'assumer des risques financiers afin d'en tirer profit, le rôle du régulateur ne saurait résider uniquement dans l'interdiction ou la stricte réglementation. Il est de permettre aux investisseurs de prendre leur décision avec le niveau adéquat d'information* » (Etudes sur la nouvelle économie et la protection de l'épargne, Bull. COB n° 350, octobre 2000, p. 65).

Cette conception de la fonction de la COB est renforcée par l'approche que retiennent les juges de la mission du régulateur de la bourse lorsqu'il doit s'interroger sur la délivrance d'un visa. Ainsi, la COB n'est pas cantonnée à une mission de contrôle formel, elle « certifie qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information publiée à l'occasion d'une offre publique. » Or, « une telle vérification ne saurait valoir authentification des éléments comptables et financiers contenus dans la note d'information, qui n'engage que les mandataires sociaux et les commissaires aux comptes des sociétés concernées » (CA Paris, 7 juill. 1995 : précité).

La vérification n'est pas l'authentification, cette affirmation reprise dans la nouvelle formulation des visas de la COB citée ci-dessus ne doit pas, à première vue, s'analyser comme un repli de la COB par rapport aux missions qui sont les siennes, mais comme un retour aux équilibres de la prise de décision sociale.

Susceptible d'emporter la décision des épargnants, l'information est soumise au commissaire aux comptes qui doit, par l'exercice de sa mission de contrôle, mettre les associés et les tiers en mesure de prendre leurs décisions au regard des projets qui sont proposés par la société (Art. 234 L. 1966, devenu L. 225-241 C. com.). De plus, la violation des règles légales relatives à l'information des actionnaires est sanctionnée par la responsabilité des dirigeants (Art. 244 et 445. L. 1966, L. C. com.).

Outre le rappel de l'absence de devoir d'authentification imputable à la COB, la nouvelle formulation des visas précise que la COB n'est pas tenue d'apprécier l'opportunité de l'opération projetée. Ce rappel relève d'une application de la jurisprudence établie en ce sens (CA Paris, 19 mai 1998 : JCP 1998, éd. E, 32135, p. 1307, note Caussain et Viandier ; Bull. Joly Bourse 1998, p. 651, note Couret).

4. L'omission de la question du prix. Il est cependant curieux que la COB ne soit pas allé plus loin. En effet, elle a déjà rappelé qu'elle n'est pas tenue de se prononcer sur le prix d'achat des actions lorsqu'il s'agit d'une offre publique (Bull. COB n° 15, avril 1970). Cette précision faite de longue date a été confirmée récemment par la Cour d'appel de Paris qui a précisé que l'appréciation du prix n'entre pas dans le champ de sa compétence (CA Paris, 19 oct. 1999 : JCP 2000, éd. E, p. 364, note Viandier ; D. 2000, p. 87, note Boizard).

Procédant à un communiqué relatif à la formulation rénovée de ses visas, il est dommage que la COB n'ait pas pris le soin de rappeler ce point important relatif aux limites de sa compétence en matière de délivrance des visas. En effet, de nombreux investisseurs qui se rendent compte que les prévisions d'un note d'information ne se sont pas réalisées ressentent une grande frustration et cherchent des responsables. Or, la COB est souvent citée au rang de ces responsables par les investisseurs lorsqu'ils comprennent avoir fait « une mauvaise affaire ».

Comme il vient d'être rappelé, la jurisprudence de la Cour d'appel de Paris est aujourd'hui fixée sur la question de la détermination du prix dans une offre publique, mais une clarification par un rappel exprès dans le visa aurait sans doute été plus transparente.

Allant plus loin, il est sans doute possible de se demander si en ne précisant pas cet élément relatif au prix la COB ne fait pas preuve d'un certain fatalisme, notamment par rapport à un mouvement de contestation de son autorité de plus en plus affirmé. Ainsi, il a pu être énoncé que « la Commission des opérations de bourse fait de moins en moins peur. L'époque est révolue où les opérateurs et les investisseurs n'osaient pas quereller ses décisions » (A. Viandier, note précitée sous CA Paris, 19 oct. 1999).

Cette absence de rappel du non contrôle du prix peut également être appréhendée de manière plus critique au regard des pouvoirs de la COB et de sa fonction de surveillance des informations délivrées aux investisseurs.

A lire la nouvelle formulation des visas, il devient possible de considérer que les épargnants ne peuvent contester les visas de la COB que sur un seul fondement : la cohérence et la pertinence de l'information. Or, renvoyer les épargnants à la fourniture d'une preuve fondée sur des concepts aussi flous que la cohérence et la pertinence conduit, à tout le moins, à rendre cette preuve très difficile voire impossible. Quel sera alors le recours des épargnants ? La seule solution semble consister dans l'abandon du terrain de la contestation des visas de la COB pour s'intéresser directement, dans le cadre des offres publiques, à la décision de recevabilité de l'offre formulée par le CMF. Curieuse pratique que ce renvoi à une autre autorité de marché, qui bientôt sera sans doute unique.

De surcroît, en dehors du cas de l'information visée dans le cadre d'une offre publique, la question de l'existence même d'une protection se pose. Que dire d'une autorité qui dispose d'un pouvoir mais dont les destinataires n'ont pas de moyens véritables de contester une information dont ils jugeraient le contrôle insuffisant. La voie d'action semble étroite mais elle existe. Elle réside certainement dans l'exercice de la mise en œuvre de sa mission de contrôle par la COB lors de la délivrance du visa.

Ainsi, il conviendrait de contester l'absence de diligence de la COB qui n'aurait pas demandé « *toutes explications ou justifications, notamment au sujet de la situation, de l'activité et des résultats de l'émetteur* » (Art. 7, al. 2, Ord. 28 sept. 1967). Mais le risque sera alors le caractère discrétionnaire de ce pouvoir de la COB tel qu'il ressort de l'emploi de l'expression « *la commission peut également* », dont les juges auront sans doute du mal à faire ressortir une obligation de demande d'explications.

Cette évolution sera sans doute d'autant plus délicate que dans la mise en œuvre de la responsabilité de la COB à raison de son fonctionnement, le régime de la preuve relève du mécanisme de la faute lourde (CE 22 juin 1984 : Rev. Sociétés 1985, 634 ; CA Paris, 15 janv. 1993 : D. 1993, 273, note Ducouloux-Favard ; Bull. Joly Bourse 1993, 148). Le problème, à l'heure actuelle, tient à ce que la responsabilité de la COB a principalement été invoquée pour tenter d'établir un dépassement de pouvoir voire une prise de décision sans pouvoir (CA Paris, 26 janv. 1999 : JCP 1999, éd. E, p. 1434, n° 37, note Daigre ; Bull. Joly Bourse 1999, p. 475, note Couret). Les épargnants vont devoir faire une preuve à l'envers, celle d'un exercice insuffisant de ses pouvoirs par la COB. Or, des lors que ces pouvoirs relèvent du pouvoir discrétionnaire de la COB, la preuve de la faute sera sans doute bien difficile à produire.

5. Perspectives. Avec le dernier communiqué de la COB quant à la formulation de ses visas, l'observateur de la vie de l'information financière et de la protection des investisseurs et épargnants ne peut donc que ressentir un certain sentiment d'incompréhension voire d'amertume. Confirmant l'évolution de la Cour d'appel de Paris, la COB ramène sa mission originaire définie par l'article 1^{er} de l'ordonnance du 28 sept. 1967 à la portion congrue, laissant l'épargnant passer à l'initiateur de l'information ou à un commissaire aux comptes. La responsabilisation des investisseurs est sans doute un bien, mais le désengagement, même sous contrôle du juge, d'une autorité administrative indépendante de contrôle est préoccupante pour la santé d'une norme de marché.

Néanmoins, il convient peut être de lire dans cette nouvelle formulation des visas de la COB un message indirects aux investisseurs. Renvoyés vers les initiateurs et contrôleurs

internes de la société, les investisseurs sont ramenés par la COB à la juste mesure du risque de l'investissement en bourse. Le risque baissier est inhérent à l'acquisition d'actions, sans parler de produits complexes. Un appel à la raison s'avère donc nécessaire pour que chacun joue son rôle sur l'échiquier de l'information financière, même si la position relativement en retrait de la COB peut susciter la réflexion.