



RÔLE ET RESPONSABILITÉ DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS : LE CHOIX DU RÉGULATEUR FRANÇAIS

HUBERT REYNIER*

Il n'est aujourd'hui plus utile de rappeler à quel point le bon fonctionnement d'un marché financier dépend de la qualité de l'information qui lui est diffusée, notamment lors des opérations financières. La récente évolution des marchés financiers, marquée par la multiplication ou l'omniprésence croissante, au côté de l'émetteur, de différents acteurs (analyste, banquier-conseil, commissaire aux comptes, agence de notation...) et par plusieurs scandales, conduit naturellement les régulateurs, au plan national et international, à s'interroger sur le rôle et la responsabilité respectifs de ces acteurs.

Ce travail de réflexion, la Commission des opérations de Bourse (COB), le régulateur français, l'a mené en faisant de la question de la clarification de la responsabilité des différents intervenants à une opération un volet important de sa réforme de la procédure de contrôle de l'information financière et de délivrance de visas¹.

Ce volet de la réforme, qui a été menée en concertation avec les profes-

sionnels de la place dès juillet 2001, avait notamment pour objectif de responsabiliser davantage les acteurs du marché, afin de permettre au régulateur de se focaliser sur les aspects pertinents du contrôle.

La COB souhaitait mettre en place un système qui, tout en s'appuyant largement sur les pratiques existantes, n'en constituerait pas moins une amélioration significative pour le marché.

Ces réflexions ont abouti à deux innovations importantes dans le paysage réglementaire français :

- l'instauration d'une procédure de dépôt public et de contrôle *a posteriori* des documents de référence, applicable de plein droit aux émetteurs ayant fait enregistrer un document de référence pendant trois exercices consécutifs ;
- l'affirmation dans la réglementation française d'un principe de responsabilité des prestataires de services d'investissement participant à une opération financière.

En préalable à une consultation approfondie avec les professionnels, le régulateur français s'est bien entendu

* Chef du service des opérations et de l'information financières de la Commission des opérations de Bourse.

intéressé aux différents modèles qu'offraient tant la pratique que les réglementations étrangères pour aboutir à une solution qui prenne en compte les particularités du système français.

APPROCHE COMPARÉE DES SYSTÈMES DE RESPONSABILITÉ DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les systèmes de responsabilité des intermédiaires du fait d'un prospectus peuvent varier sensiblement d'un marché à l'autre, quant à leur fondement ou à leur régime.

En Europe, la directive n° 80/390, aujourd'hui codifiée par la directive n° 2001/34, retient une approche minimaliste, en prévoyant la responsabilité de l'émetteur sur l'intégralité du prospectus et celle des commissaires aux comptes pour la revue des comptes annuels, les États membres ayant toute discrétion pour étendre la responsabilité des commissaires aux comptes à d'autres données comptables et financières.

La directive ne mentionne pas les intermédiaires financiers parmi les personnes directement responsables ou signataires d'un prospectus. Pourtant, de nombreux États européens ont opté pour des systèmes plus complexes de responsabilité se situant à des niveaux différents de la hiérarchie des normes.

Aux Pays-Bas, par exemple, si l'émetteur est responsable de l'ensemble du prospectus, un intermédiaire financier appelé *listing agent* (agent de cotation)

s'engage sur le caractère complet et exact du contenu du prospectus. À cette fin, il doit accomplir un certain nombre de diligences, dont les standards minimaux sont déterminés par Euronext Amsterdam. En cas de défaut, l'entreprise de marché peut, devant le juge, directement engager la responsabilité du *listing agent*, lequel doit démontrer qu'il a effectivement mis en œuvre les mesures suffisantes pour remplir ses obligations. Les intermédiaires financiers sont responsables pour toutes les opérations d'introduction en Bourse ainsi que les opérations ultérieures, y compris sur instruments obligataires, auxquelles ils participent. En outre, la banque introductrice doit, pendant une période de trois ans à compter de l'introduction en Bourse, assister l'émetteur en matière d'information du marché (établissement du prospectus, obligation d'information permanente et périodique...).

En Grande-Bretagne, les émetteurs ont l'obligation d'avoir recours à un intermédiaire appelé *sponsor* (généralement un prestataire de services d'investissement ou un conseiller financier) ou, pour certains d'entre eux, notamment les émetteurs publics, uniquement à un *listing agent*, dès lors qu'ils préparent un document d'information relatif à une opération d'introduction ou d'émission et admission ultérieure. Le *sponsor* comme le *listing agent* engagent leur responsabilité vis-à-vis de la Financial Services Authority (FSA) et non du public. Ils doivent s'assurer, pour toute opération nécessitant l'établissement d'un document d'information, qu'à leur connaissance, l'émetteur satisfait à toutes les règles relatives à la cotation et qu'en particu-



lier, le prospectus est complet et exact et que toutes les informations, dont peut avoir besoin la FSA, sont bien intégrées au prospectus ou ont été portées à sa connaissance par écrit. Ils doivent donner à la FSA toute information et explication en réponse aux demandes de celle-ci concernant la correcte application desdites règles par l'émetteur. En outre, le *sponsor* doit conseiller l'émetteur sur l'application et l'interprétation de ces règles et doit s'assurer que les administrateurs de l'émetteur sont bien informés de la nature de leurs responsabilités et obligations en tant qu'administrateurs de sociétés cotées. La responsabilité de l'intermédiaire financier (*sponsor* ou *listing agent*) porte sur l'ensemble du prospectus, y compris les domaines sur lesquels l'intermédiaire financier n'a pas de moyen direct de vérification. Dans ces hypothèses, le *sponsor* et le *listing agent* peuvent déléguer ces vérifications à un tiers à condition d'en informer la FSA, étant précisé qu'ils demeurent en tout état de cause entièrement responsables vis-à-vis de celle-ci. Enfin, sur certaines informations sensibles, la FSA demande des attestations complémentaires. En cas de fusion, par exemple, la FSA exige deux rapports (l'un des commissaires aux comptes, l'autre du *sponsor*) sur le caractère vraisemblable des éléments prévisionnels ainsi que l'insertion, dans le prospectus, des hypothèses de calcul des avantages attendus de la fusion. Si le *sponsor* n'a pas satisfait à ses obligations, la FSA peut, après une procédure contradictoire, prendre des sanctions (blâme ou révocation de la liste des *sponsors* agréés par la FSA) qui, le cas échéant, peuvent être publiées.

Dans d'autres pays, comme l'Irlande, l'Allemagne, le Portugal et la Finlande, les intermédiaires financiers sont responsables de l'ensemble de l'information contenue dans le prospectus, même si les régulateurs de ces pays n'ont pas nécessairement édicté de standards de diligences et qu'il s'agit parfois d'engagements pris à l'égard de l'entreprise de marché et non du régulateur.

Aux États-Unis, la Section 11 du Securities Act de 1933 fait peser sur les garants (*underwriters*) d'une opération une véritable présomption de responsabilité en cas d'inexactitude d'une information significative ou d'omission d'une information significative dont la mention était requise ou aurait permis d'éviter de rendre trompeuse une information contenue dans le prospectus². Une action en justice peut donc être intentée sur ce fondement par tout investisseur et être dirigée contre l'émetteur, ses administrateurs, ses auditeurs et tous autres « experts » mentionnés dans le document d'offre, dont les intermédiaires financiers ayant participé à l'opération. Le principal moyen de défense dont disposent les personnes susceptibles d'être assignées en responsabilité, à l'exception de l'émetteur, consiste à démontrer qu'elles ont procédé à des investigations raisonnables ne leur permettant pas de penser que le document contenait une inexactitude ou une omission significative. De cette expression *reasonable investigation* est né le concept de *due diligence* qui, dans la pratique américaine, désigne désormais traditionnellement l'ensemble du processus qui permet à l'intermédiaire financier dans le cas présent, d'aboutir à un niveau de « confort » suffisamment élevé pour

décider de donner suite à une opération à laquelle son nom commercial et par conséquent sa réputation seront associés. Dans un système fortement marqué par le risque d'action en justice et l'importance de la réputation des intermédiaires, l'ensemble du marché, de même que les membres du syndicat de placement pour le compte desquels le chef de file agit, se reposent sur le chef de file pour l'accomplissement des diligences nécessaires. Bien plus qu'une défense « négative » offerte aux intermédiaires, la SEC considère que ceux-ci sont tenus à une obligation positive d'effectuer ces diligences, au motif qu'en participant à une opération, l'intermédiaire émet une recommandation implicite sur les titres objets de l'offre³.

Le régulateur français s'est donc inspiré du contenu et du fondement traditionnel des réglementations et pratiques étrangères, en particulier britannique et américaine, sans aller jusqu'à souhaiter une telle présomption de responsabilité de nature législative, ou encore un système de parrainage obligeant un intermédiaire à suivre l'émetteur pendant trois ans à compter de son introduction en Bourse. La COB n'a pas davantage souhaité créer de monopole quelconque des prestataires de services d'investissement en la matière, ne réglementant que les cas dans lesquels ceux-ci interviennent.

LE SYSTÈME RETENU PAR LE RÉGULATEUR FRANÇAIS

Antérieurement à la réforme introduite en 2002 par la COB, la question

de la responsabilité découlant d'un prospectus ne faisait pas l'objet de dispositions précises dans la réglementation française. Seule était prévue la responsabilité de l'émetteur et des contrôleurs légaux dans les cas prévus par les règlements n° 98-01 (émission et admission sur un marché réglementé), n° 95-01 (relatif au nouveau marché) et n° 98-08 (spécifique à l'appel public à l'épargne sans cotation).

La notion de responsabilité ou de signature d'un intermédiaire financier n'était évoquée que dans l'article 6 du règlement n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers ou, pour le cas spécifique de l'introduit-teneur de marché, dans la réglementation relative au nouveau marché (règlement n° 95-01). Si l'on peut trouver dans les règles de marché, édictées par Euronext, une référence à la notion d'intermédiaires financiers « responsables des opérations d'introduction »⁴, il est peu probable qu'il se soit agi, à l'origine, d'une prise de position sur la responsabilité éventuelle de ces intermédiaires, malgré l'interprétation qu'a pu en faire la jurisprudence mentionnée ci-après.

À l'occasion de la réforme de la réglementation des offres publiques, la COB avait déjà introduit une obligation pour les établissements présentateurs, dont l'intervention est exigée par le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), de certifier l'exactitude des informations relatives à la présentation de l'offre et aux éléments d'appréciation du prix ou de la parité proposés.⁵

L'objectif de cette nouvelle réforme était précisément de définir les responsabilités de chacun :



- en rappelant, au niveau de chacun des règlements n° 98-01, n° 95-01 et n° 98-08, le principe de la responsabilité de l'émetteur et de celle des commis-saires aux comptes, sans que leur régime respectif en soit par ailleurs modifié ;

- et en introduisant un régime de responsabilité des prestataires de services d'investissement assistant un émetteur dans le cadre d'une opération financière.

Malgré la connexité des attributions du CMF, qui tient de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 une compétence lui permettant d'édicter et d'assurer le respect des règles de bonne conduite applicables aux prestataires habilités⁶, l'intervention de la COB en ce domaine trouve son fondement dans les dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967 instituant la COB. En effet, l'article 4-1 de l'ordonnance confie à la COB la mission de « prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, à raison de leur activité professionnelle, interviennent dans les opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ...».

Outre cette responsabilité de nature professionnelle et administrative, la responsabilité des intermédiaires financiers peut être recherchée par toute personne, notamment des investisseurs, sur le fondement civil, délictuel ou contractuel, selon le cas. Pour autant, il existe très peu de jurispru-

dence en la matière depuis un arrêt de la cour d'appel de Paris datant de 1893 qui faisait peser sur le banquier émetteur d'un emprunt obligataire une responsabilité délictuelle. Pour la cour d'appel de Paris, le banquier pouvait voir sa responsabilité engagée soit sur le fondement du dol, s'il participait « sciemment à la rédaction d'un prospectus mensonger », soit sur le fondement de la faute, s'il affirmait « faussement, même de bonne foi » des informations erronées (en l'espèce l'existence de garanties d'un emprunt). Les commentateurs en avaient donc déduit une obligation pour le banquier de procéder à la vérification des informations contenues dans le prospectus à la rédaction duquel il participe⁷. En 1999, la même cour considérait qu'en tant que professionnel, l'intermédiaire (en l'espèce une société de Bourse) avait « l'obligation de contrôle lors de l'introduction des valeurs sur le marché hors cote, la cohérence et la sincérité des informations fournies par celui qui sollicite cette introduction », en renvoyant aux usages le soin de fixer le contenu des vérifications à opérer⁸.

Privilégiant l'effectivité au fondement en matière de réglementation financière, la COB n'a pas souhaité prendre parti sur la qualification juridique de la responsabilité qui pourrait résulter de ce nouveau dispositif, ni remettre en cause les moyens dont dispose actuellement, en droit commun, tout intéressé pour mettre en jeu la responsabilité d'un intermédiaire financier.

L'objectif de la COB n'était pas d'offrir aux investisseurs un nouveau fondement d'action en justice contre

les intermédiaires financiers mais de conduire ces derniers à un exercice qui profiterait à l'ensemble du marché, en exigeant un alignement des standards de toute opération d'appel au marché réalisée en France (ainsi que toute opération pendant une période de trois ans à compter de cette introduction) sur ceux généralement pratiqués pour des opérations de grande envergure et/ou par des établissements bancaires de taille importante et de renommée internationale.

La logique du régulateur français est donc bien plus préventive que contentieuse, ce qui la distingue de l'approche américaine. Elle vise à apporter l'assurance qu'un professionnel des opérations de marché, voire souvent du secteur dans lequel l'émetteur opère, a pris en charge le dossier de l'émetteur, a examiné ses documents ou encore posé les questions adéquates. L'influence visible des acteurs d'origine anglo-saxonne sur le marché français conduit naturellement à considérer que le professionnel qui accepte d'associer son nom à celui d'un émetteur dans le cadre d'une opération ne le fait que parce qu'il s'est assuré que ses risques étaient limités.

Ces réflexions, ainsi que les discussions avec les professionnels de la place, ont permis au régulateur français d'aboutir à un régime nouveau de responsabilité découlant du prospectus établi à l'occasion d'une opération financière sur titres de capital. Ce nouveau régime est en vigueur depuis le 1^{er} septembre 2002.

Du fait de cette réforme, tout prestataire de services d'investissement

(PSI) participant à une opération financière portant sur des titres de capital doit donc effectuer des diligences qui se traduiront par la remise à la Commission, avant la délivrance du visa, d'une attestation. Par cette attestation, délivrée par le chef de file dans le cas d'un placement par un syndicat bancaire, le PSI doit confirmer que les diligences professionnelles d'usage ont été accomplies et 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.

Au-delà du fondement, les modalités du système reposent sur un certain nombre de choix opérés par le régulateur. Parmi ces choix, celui de requérir une attestation simplement remise à la COB, et non pas incluse dans le prospectus, se justifie par l'existence de garanties suffisantes :

- le fait que l'exigence d'une telle attestation et son contenu soient connus du public ;
- le fait que le texte de l'attestation soit insusceptible de varier d'une opération à l'autre, puisqu'un intermédiaire financier ne saurait émettre une attestation avec des réserves, comme c'est le cas pour les commissaires aux comptes ;
- le fait que toute difficulté relevée au cours de ces diligences devrait *a priori* aboutir à une modification du prospectus et/ou information de la COB ou, dans les cas extrêmes, à un abandon de l'opération puisque la délivrance, par la COB, de son visa sur le prospectus est subordonnée à la remise de son attestation par l'intermédiaire.



L'originalité du système français a consisté à renvoyer aux professionnels concernés le soin d'établir, sous le contrôle de la COB, une norme qui définirait ce qu'il convient d'entendre par « diligences professionnelles d'usage ». La Fédération bancaire française (FBF) et l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) ont donc, en concertation avec la COB, élaboré leur code professionnel relatif aux diligences à effectuer par les PSI à l'occasion d'une opération financière.

Ainsi, si le régulateur français a repris de la pratique anglo-saxonne le principe de l'exercice par les intermédiaires de diligences d'un niveau élevé, il leur permet toutefois de bénéficier d'une présomption d'accomplissement de ces diligences, dès lors que leur attestation renvoie au code professionnel FBF/AFEI. Dans le cas contraire, qui devrait rester théorique, le PSI devra, avant délivrance par la COB de son visa, démontrer avoir accompli de telles diligences, avec les incertitudes qui en résultent, notamment quant au calendrier de l'opération.

Autre choix très important du régulateur français, celui d'exiger une attestation d'un PSI, par opposition à un autre professionnel et par opposition à des attestations multiples. En effet, la COB souhaitait que le PSI soit seul responsable, à son égard, pour l'ensemble des diligences. Peu importe donc qu'une partie des diligences ait été confiée par l'émetteur à un autre professionnel.

Quant au contenu du code, les diligences prévues consistent en une vérification de documents mis à la disposition du PSI, à sa demande, par

l'émetteur, et en une série de visites sur place et d'entretiens avec les dirigeants et membres du personnel de l'émetteur, afin notamment de permettre de résoudre les questions soulevées par la revue des documents. La liste des documents, ainsi que celle des thèmes/questions à aborder avec les dirigeants au cours des entretiens, figurent en annexe au code.

En termes de méthode, la collecte d'informations et la revue de documents par le PSI doivent lui permettre de procéder à un examen de cohérence de toutes ces informations, aussi bien entre elles que par rapport à celles qui auraient par ailleurs été rendues publiques par l'émetteur ou un tiers (un communiqué de presse de l'émetteur ou une étude de marché, par exemple). Ces diligences doivent notamment conduire le PSI à s'assurer que tous les éléments d'information actuellement requis par la réglementation applicable (organisation juridique de l'émetteur, informations comptables et financières, risques, accords importants, litiges, immobilier, propriété intellectuelle, assurances, réglementation, aspects sociaux et fiscaux), sont correctement reflétés dans le prospectus, en incluant des éléments tels que le gouvernement d'entreprise, l'audit interne, la création de valeur ou encore les ressources affectées à la communication financière, avec une attention particulière à l'exposé des facteurs de risque.

Les diligences couvrent également les prévisions qui peuvent figurer dans un prospectus. Le code professionnel précise que les PSI ne portent pas de jugement sur la probabilité de réalisation de prévisions qui leur auraient

été fournies par l'émetteur, ni aucune appréciation sur les données extérieures que l'émetteur aurait utilisées pour bâtir ces prévisions. Néanmoins, le code professionnel prévoit que les PSI incluent, dans leur champ d'investigation, les hypothèses retenues par l'émetteur, sans bien entendu se prononcer sur les hypothèses purement externes, telles que les attentes du marché sur un secteur donné, de manière à vérifier la cohérence des prévisions au regard des performances passées et de la situation actuelle de l'émetteur.

Enfin, les diligences et le contenu de l'attestation en résultant varient en fonction de la situation :

- lors d'une introduction en Bourse, le PSI doit fournir une attestation portant sur l'intégralité du prospectus ;
- pendant les trois ans suivant l'introduction, l'attestation porte en principe sur l'intégralité du prospectus. Toutefois, pour éviter qu'un PSI, assistant ponctuellement un émetteur dans le cadre d'une opération financière, ne reprenne l'ensemble des diligences accomplies sur le document de référence de cet émetteur, le PSI pourra limiter son attestation à la note d'opération si un autre PSI fournit une attestation sur le document de référence (ou un prospectus incorporé par référence). Dans cette hypothèse, les diligences peuvent ne porter que sur la période séparant les deux attestations et être adaptées afin de permettre au PSI de ne recueillir que les éléments d'actualisation du document ayant fait l'objet de l'attestation précédente ;
- à l'issue de la période de trois ans à compter de l'introduction en Bourse, l'attestation porte uniquement sur les

modalités de l'offre et sur les caractéristiques des instruments financiers offerts, tels que décrits dans le prospectus ou la note d'opération, selon le cas.

Le code professionnel contient un modèle d'attestation différent pour chacune de ces situations.

Si l'actualité démontre qu'il n'existe sans doute pas de système de contrôle parfait qui permettrait de prévenir toute communication d'information inexacte ou trompeuse au marché, les régulateurs doivent néanmoins continuer de suivre l'évolution des marchés vers des standards toujours plus exigeants, et se donner les moyens d'en assurer le respect.

La combinaison des dispositions liées à la stricte information financière, qui relève des attributions de la COB, avec celles liées aux obligations professionnelles des intermédiaires qui permettent au CMF de prendre des sanctions disciplinaires à leur encontre, offre une garantie non négligeable de leur respect par les intermédiaires. L'autodiscipline des établissements désireux de préserver leur réputation dans des marchés très concurrentiels en est une autre.

Aujourd'hui, toute évolution dans ce domaine ne peut reposer que sur un processus itératif prenant en compte les projets de directives européennes, en particulier la directive dite « prospectus » et les évolutions constatées au plan international. Ainsi, la FSA, après avoir servi de modèle pendant de nombreuses années, réfléchit actuellement à une réforme du système de *sponsorship* et pourrait, pour ce faire, s'inspirer de l'initiative française de code professionnel en matière de diligences. La



souplesse de la réglementation, mise en place au cours de ces derniers mois par le régulateur français, sera donc un atout manifeste qui devrait lui permettre de s'adapter facilement aux besoins futurs du marché.

NOTES

1. Cette réforme a abouti à l'adoption des règlements n° 2001-05 (instaurant la procédure de contrôle *a posteriori* des documents de référence) et n° 2002-05 (relatif à l'assouplissement de la procédure de délivrance du visa de la COB).
2. Des dispositions différentes sont prévues en l'absence de document (*Registration Statement*) enregistré par la SEC, soit qu'il s'agisse d'un placement privé, soit que l'émetteur bénéficie d'une dérogation.
3. Johnson C.-J., McLaughlin J. et Jr., *Corporate Finance and the Securities Laws*, 2^{ème} édition, Aspen Law and Business, 1999, p. 271.
4. Art. P 1-1-1 du Livre II des règles Euronext.
5. Art. 8 du règlement n° 2002-04 relatif aux offres publiques portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé.
6. Titre III du règlement général du CMF complété par une décision générale n° 2000-01, en date du 17 mars 2000, relative aux règles de bonne conduite applicables à l'occasion de l'introduction de sociétés en Bourse.
7. Paris, 12 décembre 1893, De l'Escale, Guérin et consorts c., Banque de Paris et des Pays-Bas, Compagnie des chemins de fer de Santa-Fé, Société de Fives-Lille et Pinet *es* qualités, D.P.1896.2.481.
8. Cour d'appel, Paris 15 décembre 1999, Assier de Pompignan, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 6, novembre/décembre 2000, p. 387, et bulletin Joly Bourse, mars/avril 2000, p. 140.

