

MARCHÉ PRIMAIRE

ÉVOLUTION ET PERSPECTIVE :

LE POINT DE VUE D'UN RÉGULATEUR

HERVÉ PHILIPPE*

Mai 1988 : la Société Internationale de Pontchâteau « S.I.P. », spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'articles bretons, voit les commandes affluer de tous les continents.

La société, inscrite au Comptant de la Bourse de Nantes depuis 1958, envisage de faire appel à ses actionnaires pour financer partiellement la construction d'une seconde unité de production à proximité du port du Crouesty dans le Morbihan : la Banque Régionale de Brière « BRB » lui a refusé de financer seule la construction de cette nouvelle usine qui représente un investissement de près de 100 MF, devant créer 500 emplois.

La société réunit d'abord l'ensemble de ses actionnaires dans la salle des fêtes municipale, où ils approuvèrent une augmentation de capital de 49.895.300 F. avec maintien du droit préférentiel de souscription à raison d'une action nouvelle pour cinq anciennes, émises au nominal ; les actionnaires pouvaient ainsi valoriser leur droit de souscription en raison d'un cours de bourse frôlant les 180 F. en moyenne lors des 40 derniers « fixings » en Bourse de Nantes.

Après avoir mandaté la BRB, la S.I.P. déposa un dossier auprès de la COB en vue de l'obtention d'un visa. Après quelques semaines d'étude, les services présentèrent le dossier au Collège de la Commission. Les réunions de celui-ci ayant lieu tous les quinze jours, le dossier fut examiné lors de la séance du mardi 21 juin 1988 ; forte de l'approbation de la COB sur la note d'information, la société dépose la notice au BALO en vue d'une publication le lundi suivant, le 27 juin 1988. A compter de cette publication, le droit préférentiel de souscription des actions anciennes a pu être détaché dès le 4 juillet 1988 ; les actionnaires de la S.I.P. avaient dès lors jusqu'au 25 juillet 1988 pour souscrire. En cette période de vacances, beaucoup d'actionnaires oublièrent d'ailleurs de souscrire ou de vendre leurs DPS.

109

* Chef du service des opérations et de l'information financières - COB

Compte tenu des délais de centralisation, de vérifications et de transfert des fonds, le compte de la S.I.P. à la BRB fut crédité le 10 août 1988. Les travaux de la nouvelle unité lancés dès juillet furent rapidement achevés et l'entreprise put poursuivre son développement, la demande extérieure étant alors soutenue par la croissance mondiale internationale.

Mai 1998 : dix ans plus tard, la S.I.P., après avoir été admise aux négociations en Bourse de Paris dès janvier 1989, puis avoir intégré le CAC 40 en septembre 1993 (après de vives discussions au sein du Conseil Scientifique), se trouve face à un nouveau défi : l'achat en quelques mois de la Société Industrielle Alsacienne, puis, grâce à une opportunité présentée par la National Bank of San Francisco and Los Angeles, de la société WXCVCBN. Un investissement total de l'ordre de 1 Milliard de francs que les fonds propres de la S.I.P., de l'ordre de 750 MF, ne permettent pas de réaliser. Mais, grâce aux services du Crédit International, mandaté spécialement, la S.I.P. engage une opération éclair. Grâce à son document de référence, avec autorisation et délégation permises par sa dernière AGE du 17 juin 1997, la S.I.P. lance, en 48 heures, une émission d'ABSA de 1,2 Milliard de francs garantie par un syndicat, mené par le Crédit International et composé de « lead managers » et de « co-lead managers ». Le visa de la COB délivré en fin de soirée par son Président, grâce à une délégation de signature, a permis une ouverture au public dès le lendemain ; le placement international s'effectua dans la journée ; les particuliers eurent la faculté de souscrire pendant cinq jours. Outre une notice au BALO, l'information du public a été assurée par un résumé publié dans un journal financier, chaque souscripteur ayant la faculté de se faire adresser la note d'opération et le document ou de les consulter sur le site Internet de la COB. Le prospectus international (250 pages, 700 grammes) était également disponible.

Entre ces deux opérations : 10 ans ; 10 ans « seulement » pendant lesquels, comme le montre cette illustration à peine caricaturale, les techniques de placement et d'information pour une émission ont considérablement évolué.

L'évolution des techniques de placement a été le fruit de plusieurs facteurs : l'accroissement du rôle des marchés financiers et de leur volatilité, la préférence des investisseurs pour une liquidité immédiate, la compétition entre banquiers, l'observation des pratiques internationales.

Dans cette période, la COB, régulateur public en France, a favorisé cette évolution en s'assurant que les opérations s'effectuent dans des conditions équitables pour l'ensemble des acteurs, qu'il s'agisse des investisseurs avertis ou des actionnaires individuels, mais aussi des émetteurs et des intermédiaires.

Le propos de cet article sera ainsi centré sur le rôle du régulateur à l'occasion des opérations sur le marché primaire des actions en France.

- Quelles ont été les principales tendances et les principales évolutions pour le régulateur au cours de ses dernières années ?
- Quels progrès restent à accomplir et quelles perspectives peut-on dessiner pour les années à venir ?

ÉVOLUTION ET PROGRÈS ACCOMPLIS

L'activité du marché primaire actions en France, sous lequel il faut regrouper l'ensemble des opérations financières portant sur des titres de capital (introductions en bourse, privatisations, émissions de titres nouveaux, offres publiques, radiations) reflète assez bien les mouvements de l'économie nationale. La fin des années 80 et le début des années 90 ont été caractérisés par un niveau élevé d'opérations de croissance externe qui ont nécessité des augmentations de fonds propres et la réalisation d'opérations d'apports/fusion ou d'offres publiques.

La période 1992/1995 peut être qualifiée de période de restructuration et de déception : le nombre d'introductions en bourse a été faible, les émissions, peu nombreuses, se sont expliquées souvent par des plans de recapitalisation. Les radiations, les offres de retrait se sont développées.

111

A partir de 1996, l'environnement boursier s'est amélioré sous différents effets : croissance internationale, amélioration de la compétitivité, performances en hausse. L'afflux des capitaux, notamment étrangers, a provoqué une amélioration des cours. Les introductions en bourse de sociétés moyennes se sont multipliées, la création du Nouveau Marché a apporté de nouvelles opportunités pour les entreprises ainsi que pour les intermédiaires et les investisseurs. Il est cependant notable que les appels au marché pour augmenter les fonds propres sont restés à des niveaux extrêmement bas, ce qui s'explique en partie par les bons résultats des entreprises. Actuellement, l'émergence de nouveaux concepts (rachat d'actions) illustre le souci d'une amélioration de la valeur unitaire des actions prioritairement à une amélioration des résultats globaux des entreprises.

Au cours des dix dernières années la volatilité des marchés et l'internationalisation des opérations financières ont conduit à plusieurs évolutions importantes :

La mise en place des périodes de « sensibilisation du marché » (périodes de « pré-marketing »)

Ces périodes sont utilisées dans de nombreuses introductions en bourse ou privatisations ainsi que pour des émissions de titres nouveaux.

Cette technique a été introduite à l'occasion de la deuxième vague de privatisations en 1993 ; elle a été possible, du point de vue de la COB, grâce à la dissociation du visa :

- un premier visa sur un document d'information préliminaire comportant l'ensemble des informations requises pour solliciter l'épargne du public,
- un visa définitif, lançant la période de souscription, au moment de l'arrêté des modalités définitives de l'opération (prix - volume).

Un raccourcissement des périodes de placement

Celui-ci peut cependant présenter l'inconvénient d'exclure les « petits porteurs » des opérations s'il leur est impossible de se déplacer ou de passer des ordres auprès de leur intermédiaire. La réduction de la durée des placements est acceptable à condition que l'information relative à une opération soit diffusée rapidement à travers des moyens susceptibles d'atteindre le grand public. La publication, dans la presse, de résumés de document d'information est indispensable. La réservation d'une fraction raisonnable des titres pour « les petits ordres » pendant une période pouvant excéder de quelques jours celle prévue pour le placement auprès des institutionnels est également une contrepartie justifiée à ce raccourcissement des périodes de placement.

112

Cette évolution des techniques de placement des opérations se traduit aussi par le déclin des émissions avec maintien du droit préférentiel de souscription. Ce type d'émissions, qui correspond à une conception traditionnelle et parfaitement estimable de l'actionnaire individuel est rarement utilisé. Quelques sociétés le font par respect des actionnaires existants. Certaines autres l'utilisent uniquement parce qu'elles ne peuvent pas faire autrement : les règles de fixation des prix d'émission pour des opérations sans droit préférentiel de souscription peuvent, en effet, s'avérer contraignantes (règles des « 10 parmi les 20 ») ou entraîner des coûts bancaires de garantie jugés excessifs. Le maintien du droit préférentiel de souscription constitue souvent une protection limitée de l'actionnaire car la valorisation du droit fait fréquemment apparaître une décote par rapport à la valeur théorique de ce droit, notamment lorsque l'émission est importante par rapport à la capitalisation boursière de la société.

L'adoption du document de référence

Dans cette période, l'adoption du document de référence par un nombre toujours croissant de sociétés cotées a également constitué un progrès important. Ce document regroupe l'ensemble des informations juridiques, économiques et financières prévues par la réglementation

européenne en matière d'admission de titres à la cote officielle. Il est généralement enregistré par la COB dans les semaines qui suivent l'arrêté des comptes. Il permet à la société qui dispose de ce document de pouvoir lancer une opération financière très rapidement, sous la forme d'une note d'opération qui, comme son nom l'indique, expose les modalités de celle-ci. Cette note d'opération ne nécessite qu'un examen rapide dès lors que l'opération envisagée est classique, puisque les informations relatives à la présentation de l'émetteur ont fait l'objet du document de référence. Selon ce schéma, 48 heures seulement permettent d'obtenir le visa de la COB, préalable nécessaire au lancement d'une opération. Le document de référence peut également être utilisé pour des opérations internationales puisqu'il est reconnu par les pays membres de l'Union Européenne.

Il est également possible que le document de référence soit utilisé comme rapport annuel par les sociétés ; dans ce cas, le rapport annuel contient l'ensemble des informations requises par la réglementation tout en conservant une présentation et une forme propres à la société. De ce fait, un seul document annuel est établi, bénéficiant à la fois d'une diffusion large et d'une qualité reconnue à travers le label « COB ».

En 1997, 157 sociétés ont établi un document de référence ; l'évolution sur 10 ans de l'utilisation du document de référence est la suivante :

113

Tableau n° 1
Les documents de référence

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nombre de documents de référence	4	10	12	13	15	30	53	78	118	157
dont sous forme de rapport annuel				4	8	16	23	41	71	111

Le document de référence tend à devenir un standard en matière d'information sur la Place de Paris. Il est à noter que 80 % des sociétés de l'indice CAC 40 et la moitié des sociétés composant l'échantillon de l'indice SBF 120 disposent d'un tel document.

Mais ce document n'est pas réservé aux sociétés de taille importante. Il est très utile pour des sociétés de taille modeste ou de jeunes sociétés qui peuvent ainsi démontrer qu'elles disposent d'une information financière de qualité. C'est dans cet esprit que, lors des travaux préalables à la création du Nouveau Marché, il a été estimé par l'ensemble des créateurs du Nouveau Marché que le document de référence devait être rendu obligatoire pour assurer aux investisseurs une bonne visibilité sur l'évo-

lution de ces sociétés, notamment au regard du projet de développement présenté lors de l'introduction.

Une certaine permanence des structures et des règlements

En dernier lieu, il apparaît important de souligner que les progrès accomplis depuis une dizaine d'années ont été facilités par une certaine permanence des structures et des règlements. Certes depuis la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs et celle du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers, de nombreuses évolutions et améliorations ont été apportées dans les différentes règles applicables, en particulier avec la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières qui a notamment créé le Conseil des Marchés Financiers. Si la terminologie des règlements et le titre même de l'autorité de marché ont été modifiés, il est indéniable que les principes en vigueur ont été marqués par une réelle cohérence. Cette situation a globalement permis aux intermédiaires, aux émetteurs et aux investisseurs d'agir avec un degré de fiabilité satisfaisant. Le propre de la réglementation boursière en matière de marché primaire est cependant d'être régulièrement confronté à une évolution des produits proposés fondés sur une concurrence intellectuelle vive entre les intermédiaires. Dans ce contexte, les cas de conflits ont été finalement assez rares, les autorités de régulation favorisant le dialogue entre les différents acteurs du marché primaire et adoptant souvent des positions pragmatiques et constructives.

114

PERSPECTIVES ET PROGRÈS À RÉALISER

Les progrès accomplis depuis une dizaine d'années sont ainsi réels. Cependant, plusieurs aspects importants doivent donner lieu à de nouvelles évolutions de la réglementation ou des pratiques concrètes sur le marché primaire.

Les réflexions qui suivent, issues de l'expérience, conduisent à retenir trois objectifs :

- 1) il faut lever certaines ambiguïtés et hypocrisies
- 2) il faut repenser le rôle du prospectus
- 3) il faut s'adapter pour s'« européeniser ».

Il faut lever certaines ambiguïtés et hypocrisies

L'efficacité du marché primaire repose sur un équilibre parfois subtil entre les différents acteurs cherchant à limiter la responsabilité de chacun. Les exemples de ce jeu ne sont pas rares. Les expressions retenues par les experts à l'occasion de leurs travaux, comme par exemple les rapports des commissaires à la fusion, ceux d'auteurs d'attestation

d'équité ou d'experts indépendants dans le cas du retrait obligatoire, sont parfois empreintes d'un sens de la nuance qui fait largement appel à la construction grammaticale et à la richesse de vocabulaire de la langue française.

Écrire ainsi que les conditions de l'opération n'apparaissent pas inévitables est évidemment moins engageant que d'affirmer qu'elles sont équitables. C'est aussi moins clair et moins net. La subtilité littéraire des rapports des commissaires aux comptes est également souvent remarquable. Il faut ainsi savoir qu'un rapport peut comporter une ou plusieurs observations, ce qui est moins grave qu'une réserve...

Le cas des prévisions, élaborées notamment à l'occasion des introductions en bourse, est particulièrement révélateur.

Au motif d'éviter aux dirigeants des entreprises concernées des poursuites de la part d'actionnaires qui seraient ultérieurement mécontents de performances inférieures à celles qui auraient été annoncées, certains conseillers recommandent de ne pas donner d'indications chiffrées sur les perspectives de développement de l'entreprise qui souhaite s'introduire.

Pour néanmoins satisfaire la curiosité légitime des investisseurs qui, en achetant un titre lors d'une introduction en bourse, effectuent un pari sur les résultats futurs de l'entreprise (qui conditionneront bien sûr la capacité distributive et l'évolution des cours de bourse), les prévisions sont renvoyées à des études d'analystes financiers présentées comme totalement indépendantes. L'élaboration de ces analyses ne peut pourtant sérieusement se faire sans discussions approfondies avec les dirigeants et sans connaissance d'éléments prévisionnels internes. Dans ce système, l'apparence est donc à une indépendance de la prévision par rapport aux plans internes de la société ; pourtant la diffusion de ces analyses s'effectue généralement avec l'accord des dirigeants concernés. Il est d'ailleurs vraisemblable que ces dirigeants n'auraient pas accepté la diffusion de ces documents s'ils avaient été sensiblement différents de leurs propres projections.

Les arguments juridiques présentés pour refuser la présentation des prévisions de la part des dirigeants, qui font état d'une interdiction d'une telle pratique aux États-Unis, sont sans fondement véritable. La SEC, comme la COB, recommande la présentation de prévisions et demande que les hypothèses sous-tendant ces prévisions soient clairement décrites et comparables dans le temps ; la loi américaine n'envisage de sanctions que s'il est démontré que les dirigeants ont établi et publié des prévisions de mauvaise foi. Les cas de jurisprudence en la matière sont d'ailleurs rares (ce qui montre qu'il n'y a pas eu de nombreuses « class actions » sur ce sujet) et plutôt en faveur des dirigeants. Cependant, il est vrai que, selon de nombreux interlocuteurs, la menace d'un

procès peut être un élément conduisant des dirigeants à indemniser directement des plaignants potentiels : même si les dirigeants peuvent disposer d'arguments et de dispositions réglementaires leur permettant de présenter, y compris aux USA, des prévisions, le risque d'un chantage peut conduire à une présentation dissociée et quelque peu hypocrite...

La période récente a été caractérisée par une innovation constante et impressionnante en matière de produits financiers. Cette innovation, facilitée par une utilisation et un développement des modèles statistiques et des mathématiques appliquées à la finance, est un moyen pour les banquiers d'améliorer leur position compétitive vis-à-vis de leurs confrères, dans un contexte où l'offre d'ingénierie financière est abondante par rapport au nombre d'émetteurs et où il est impossible de protéger des innovations sous forme de propriété intellectuelle, le dépôt de brevets sur des concepts ou des produits financiers n'étant pas permis (hormis éventuellement leur nom commercial).

L'innovation s'appuie sur le plan juridique sur des textes souvent inadaptés ou obsolètes, bien que la loi de 1966 sur les sociétés commerciales ait fait l'objet de nombreuses retouches successives. Par exemple, après avoir encadré les émissions d'actions, puis d'obligations convertibles et des titres participatifs, la loi a été modifiée pour intégrer des produits complexes (articles 339 et suivants).

Malgré ces ajustements, les cas concrets dans lesquels la loi n'a pas prévu tel ou tel cas de figure sont fréquents. Dans de telles situations, il est délicat de tirer de textes relativement anciens des règles claires pour les situations d'aujourd'hui et les discussions entre juristes représentant les intermédiaires et ceux des régulateurs, peuvent alors tourner autour de deux débats :

- ce qui n'est pas interdit expressément par la loi est-il autorisé ?
- l'esprit de la loi peut-il l'emporter sur la lettre du texte ?

Naturellement, les enjeux d'argent, souvent importants, conduisent les émetteurs et les intermédiaires à « tirer le texte » dans un sens qui leur est favorable. Ceci peut conduire à des situations où le même juriste pourra, sans état d'âme apparent, prendre des positions inverses, plaidant un jour la lettre du texte et le lendemain invoquant son esprit...

Dans de tels cas, il faut s'efforcer de raisonner en bon sens et en équité. Il serait, en tout état de cause, utile de revoir la loi sur les sociétés, en essayant de dépasser les seuls aménagements techniques qui risquent eux-mêmes d'être rapidement dépassés. Il faut essayer de repartir de principes généraux simples et clairs en fonction desquels les règles existantes peuvent être comprises et interprétées.

Enfin, parmi les ambiguïtés à lever, le cas du suivi des sociétés introduites en bourse apparaît particulièrement sérieux. L'évolution des cours, l'attrait de la bourse ont, on l'a vu, conduit à une recrudescence du nombre d'introductions. Ce mouvement est une excellente chose

pour la Place de Paris et pour le développement de l'économie. Plusieurs cas d'introductions en bourse ont au cours des dernières années donné le sentiment qu'une fois leur société introduite, les dirigeants se retrouvaient isolés dans un univers méconnu avec des règles assez contraignantes, alors que dans la période précédant immédiatement l'introduction, ces dirigeants avaient le sentiment d'être assistés et accompagnés par leurs différents conseils (banquiers introducteurs, avocats, sociétés de communication, entreprises de marché...) et éprouvaient d'ailleurs généralement le sentiment de mener une œuvre mobilisatrice avec des équipes relativement importantes.

Il est essentiel de mieux développer le rôle de « sponsor » lors des introductions en bourse. Les intermédiaires responsables de l'introduction devraient davantage assister les dirigeants après l'introduction, notamment en assurant une aide à l'information du public soit à l'occasion de communiqués importants, soit sous la forme de la publication d'analyses financières au moins deux fois par an.

L'exemple du Nouveau Marché avec la notion d'Introducteur Teneur de Marché « ITM », celui de la bourse de Londres où le sponsor peut voir sa responsabilité engagée, doivent inspirer une meilleure qualité des introductions et de leur suivi à travers une responsabilisation plus grande des banques introductrices. La préparation d'une introduction, le suivi après l'introduction, sont les garants d'une plus grande satisfaction des investisseurs comme des dirigeants des sociétés émettrices.

117

La contrepartie d'une responsabilité plus affirmée des introducteurs pourrait se trouver dans un allègement des procédures d'introduction. Dès lors que l'introducteur prendrait des engagements sur la qualité des travaux accomplis avant l'introduction, sur la transparence des informations communiquées, et sur le suivi après l'introduction, l'instruction des dossiers par les entreprises de marché et par la COB pourrait être réduite à un court délai, en se réservant éventuellement la faculté d'effectuer *a posteriori* des contrôles approfondis sur des nombres limités d'introductions.

Il faut repenser le rôle du prospectus

Qu'il s'appelle prospectus, note d'information, note d'opération, document de référence, document préliminaire ou définitif, le document d'information soumis à l'accord préalable de la COB est au cœur des relations entre l'émetteur et ses conseils d'un côté, le régulateur de l'autre, à l'occasion d'une opération sur le marché primaire.

D'origine américaine, créé dès 1933 à un moment où il était nécessaire de faire retrouver aux investisseurs une confiance ébranlée par les années précédentes, le prospectus d'émission ou d'admission a ensuite été adopté par l'ensemble des pays développés. L'ordonnance de 1967,

qui a créé la COB, a prévu la publication d'un tel document en cas d'appel public à l'épargne. Les directives européennes de 1979, 1980 et 1989 ont également retenu ce document.

Malgré sa justification légale, la finalité de ce document reste floue. A quoi sert-il ? S'agit-il d'un moyen de contrôle destiné à l'autorité de régulation qui permet à celle-ci d'effectuer un balayage des différents aspects de l'opération et de l'émetteur ?

S'agit-il d'un contrat passé entre l'émetteur et le souscripteur qui sera, en cas de contestation ultérieure, utilisé par les porteurs comme pièce essentielle décrivant la portée des engagements de l'émetteur ?

S'agit-il d'un document destiné aux intermédiaires qui pourront y trouver l'ensemble des informations qui leur seront utiles pour conseiller leurs clients à l'heure d'un choix d'investissement ?

S'agit-il d'un document destiné aux investisseurs eux-mêmes qui leur serait directement utile ?

Ces différents aspects, sans être contradictoires, sont en réalité difficilement compatibles entre eux. Hormis le document de référence, enregistré sous la forme de rapport annuel, qui concilie l'information réglementaire et une lecture aisée, le prospectus est souvent accompagné d'autres documents soit pour en simplifier la compréhension, par exemple sous forme de publicités ou de brochures commerciales destinées au grand public, soit sous forme de compléments. Ceux-ci peuvent se trouver dans des études annexes (*cf. infra* le cas des prévisions...) ou dans des présentations audiovisuelles : il est ainsi arrivé de constater lors de présentations sous forme de « road-shows » que des précisions importantes pouvaient être données, par exemple sur les intentions de distribution de dividendes, alors que le prospectus officiel ne comportait pas d'indication sur ce sujet important.

Les ambiguïtés qui entourent les différents supports d'information utilisés lors des opérations sur le marché primaire constituent un double risque pour les dirigeants : risque d'être critiqués par la COB au motif d'une information incomplète dans le prospectus visé, risque d'un discours décalé et différencié pouvant susciter des critiques de la part des investisseurs.

Pour éviter ces risques, il faut repenser et repréciser le rôle du prospectus. Compte tenu de son caractère légal, il constitue une forme de contrat entre l'émetteur et l'investisseur. De ce fait, il doit contenir l'ensemble des informations utiles à l'investisseur et que le dirigeant de l'émetteur envisage de communiquer à l'occasion de l'opération. Le prospectus doit être un document-souche, duquel peuvent être extraites des parties destinées à l'information du public.

Ainsi, un résumé, plus particulièrement destiné aux investisseurs particuliers, est utile et nécessaire. Les informations contenues dans le

résumé doivent être claires et aisément compréhensibles. Elles doivent figurer dans le prospectus complet et le résumé doit renvoyer à ce prospectus.

Les informations données aux journalistes et aux analystes financiers à l'occasion d'une opération sur le marché primaire doivent également être extraites du prospectus.

Le principe simple à suivre dans l'information communiquée à l'occasion d'une opération est le suivant : « Tout ce qui est dans le prospectus peut être dit - ce qui n'est pas dans le prospectus ne peut pas être dit ».

Ce principe, équivalent d'ailleurs à ce qui est fait aux USA, est le seul garant pour les dirigeants d'une sécurité juridique au regard de la précision de l'information diffusée mais aussi de l'égalité de traitement des différents investisseurs.

Outre la nature du prospectus et sa finalité, il est probable que dans les prochaines années se posera la question de l'utilité de son contrôle. En effet, grâce au document de référence, adopté on l'a vu par de très nombreuses sociétés françaises, la qualité de l'information s'est incontestablement améliorée. Lorsque les sociétés adoptent le document de référence, il est vrai que la première année nécessite un effort d'adaptation et des compléments parfois importants au document d'origine. En revanche, dès la seconde année, les projets de document de référence correspondent très largement aux exigences réglementaires et les points de discussion avec le régulateur portent essentiellement sur les évolutions du périmètre ou les changements de méthode comptables.

119

A l'avenir, il n'est pas impossible d'imaginer un assouplissement des procédures qui pourrait conduire à un enregistrement sans contrôle préalable de la COB. Celle-ci pourrait effectuer des contrôles soit *a posteriori*, soit de manière ponctuelle.

Il faut s'adapter pour s'europaniser

L'introduction prochaine de l'euro dans le domaine financier constituera un profond changement dans les raisonnements et les choix des investisseurs et des émetteurs. L'unification du marché devrait être très rapide pour les émissions obligataires, celles-ci se faisant en euro dès janvier 1999 sur des produits déjà largement standardisés (contrats actuels en euro-franc par exemple) et où la note attribuée par les agences spécialisées constitue le paramètre essentiel, pour ne pas dire exclusif, de l'analyse de solvabilité. L'unification pourrait être un peu plus lente pour le marché des actions en raison de spécificités juridiques, comptables ou réglementaires propres à chaque pays européen.

Toutefois, il est inéluctable qu'à bref délai des émissions se feront en euro, tant sur le marché des actions que sur le marché obligataire, et que

ces émissions auront vocation à être placées auprès du public européen dans son ensemble.

Outre l'unification de la monnaie, les mois et années à venir seront également caractérisés par une fluidité toujours plus grande des informations disponibles. Agences de presse spécialisées, journaux internationaux concourent déjà à cette fluidité. Le développement des nouveaux médias, et en particulier d'Internet, accroîtra cette tendance, les informations devenant de plus en plus facilement consultables entre pays.

Dans cette perspective, les règles d'appel public à l'épargne spécifiques à chaque pays européen n'auront plus guère de sens. A l'époque de Schengen, de l'euro et d'Internet, on imagine difficilement les sollicitations du public s'arrêtant à une frontière nationale.

Face à cette évolution, qu'il n'est pas souhaitable ni envisageable de décourager, le régulateur doit s'interroger sur son rôle et sur son efficacité.

Deux voies apparaissent possibles : créer un régulateur européen, une sorte de « COB européenne ». Cet organisme permettrait de réaliser les appels publics à l'épargne sur une base européenne ; il aurait, en outre, l'avantage de conduire à une harmonisation rapide des standards d'information et de comptabilité. Inversement, un tel organisme constituerait un échelon supplémentaire avec procédures, délais..., ce qui ne manquerait pas d'amener des critiques sur la technocratie bureaucratique européenne. La suppression des régulateurs nationaux pourrait en contrepartie être envisagée mais se ferait sans doute au détriment des entreprises moyennes ou petites conservant des spécificités régionales ou nationales.

120

Cette évolution vers un nouvel organisme européen aura sans doute lieu un jour, mais les rigidités nationales et les spécificités locales liées aux bourses nationales qui sont en compétition entre elles, diffèrent cette évolution pour plusieurs années.

Dans le cadre des organismes existants, une simplification et une adaptation des procédures actuelles est en revanche aisément envisageable. Le système actuel de la reconnaissance mutuelle permet à un émetteur d'étendre un appel public à l'épargne à un ou plusieurs autres États Européens sous réserve de l'obtention d'un certificat de son autorité d'origine attestant que le prospectus est conforme à la Directive européenne. Le prospectus éventuellement traduit et complété des éléments liés à la fiscalité ou aux modes de distribution du dividende est ensuite mis à la disposition des investisseurs locaux.

Il serait aisé de substituer à ce système, pourtant relativement simple mais qui fonctionne peu en pratique, une notion de « passeport européen ».

Ce « passeport européen » serait attribué dès l'obtention de l'approba-

tion de l'autorité du pays d'origine et il permettrait à l'émetteur de faire appel public à l'épargne dans l'ensemble des pays européens.

Ainsi, par exemple, une société française pourrait, dès l'obtention du visa de la COB, effectuer son placement dans l'ensemble des pays européens. L'usage d'un résumé dans la langue locale pourrait être recommandé, en particulier lorsque l'opération est destinée au public des investisseurs individuels. Le prospectus initial pourrait être dans la langue nationale de l'émetteur ou dans une « langue usuelle en matière financière ».

Ce système constituerait un assouplissement par rapport au système actuel et mettrait en conformité la réglementation avec une pratique de placement international qui sera sans aucun doute appelée à se développer très rapidement.