

Chapitre II	La transparence du marché	
I	La transparence des opérations	p 27
	A - LES VISAS DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES	p 27
	B - LE RACHAT PAR LES SOCIÉTÉS DE LEURS PROPRES ACTIONS	p 29
	C - LES MODIFICATIONS LÉGISLATIVES	p 35
	D - LES PROCÉDURES ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ LIBRE	p 38
	E - LES SOCIÉTÉS NOUVELLEMENT INTRODUITES	p 39
II	L'information permanente	p 41
	A - LE DÉVELOPPEMENT DE LA DIFFUSION D'INFORMATIONS SUR INTERNET	p 41
	B - LE RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LES " AVERTISSEMENTS SUR RÉSULTATS "	p 44
	C - LE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES	p 45
	D - LA " CRÉATION DE VALEUR ACTIONNARIALE "	p 49
	E - L'INFORMATION FINANCIÈRE EN CAS DE DIFFICULTÉS DE L'ÉMETTEUR	p 50
III	Les questions comptables	p 52
	A - L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE FRANÇAISE	p 52
	B - L'AMÉLIORATION DE LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE ET FINANCIÈRE	p 54
	C - LE RAPPORT SUR L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE	p 59
	D - LE CONTRÔLE DE LA FIABILITÉ DES COMPTES	p 60

	1998	1999
VISAS DE NOTES D'INFORMATION OU PROSPECTUS DONT	1008	1630
1. INTRODUCTIONS DE SOCIÉTÉS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	130	75 ⁽¹⁾
▲ PREMIER MARCHÉ	10	10 ⁽¹⁾
▲ SECOND MARCHÉ	77	33
▲ NOUVEAU MARCHÉ	43	32
2. ÉMISSIONS/ADMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL OU DONNANT ACCÈS AU CAPITAL	71	154
3. ÉMISSIONS/ADMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE	120	68
4. ADMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE ET DE WARRANTS ÉMIS À L'ÉTRANGER	398	570
5. OFFRES PUBLIQUES	41	68
6. OPÉRATIONS DE FUSIONS, D'APPORTS D'ACTIFS, SCISSIONS	7	6
7. OPÉRATIONS RÉSERVÉES AUX SALARIÉS	18	32
8. RACHATS D' ACTIONS	52	402
ENREGISTREMENTS DE DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE	200	274
ENREGISTREMENTS DE DOCUMENTS DE FUSION OU D'APPORTS	40	23
ENREGISTREMENTS DE PROGRAMMES (EMTN ET WARRANTS)	234	141
EXAMEN DE COMMUNIQUÉS LORS DE GARANTIES DE COURS ET D'OFFRES DE RETRAIT DONT	84	67
OPR SUIVIES D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE	43	43

(1) Hors Crédit Lyonnais.

I - La transparence des opérations

A - LES VISAS DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Avec 1630 visas délivrés en 1999, pour 1008 en 1998, la Commission a connu un accroissement très important du nombre d'opérations, accompagné d'une multiplication des dossiers médiatisés.

Ce constat recouvre en fait plusieurs évolutions contrastées que révèle l'examen de la typologie des opérations.

1 - Bilan des introductions, radiations et transferts

Avec 75 introductions⁽¹⁾ sur les marchés réglementés en 1999, après 130 en 1998, la décreue est importante et conduit pratiquement à retrouver le niveau de 1997 (68 introductions). Plusieurs facteurs ont contribué à ce ralentissement : le premier semestre a vu se développer un écart important de valorisation par les marchés, en défaveur des petites et moyennes capitalisations boursières. Par ailleurs, les sociétés dont la faible taille faisait obstacle à l'accès au Second marché, en raison des frais et des contraintes qui en découlent, se sont largement orientées vers le Marché libre.

Ces éléments n'ont, bien entendu, pas affecté les introductions au Premier marché, qui sont restées stables avec 10 opérations⁽¹⁾ en 1999.

Compte tenu des radiations, le total des sociétés dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé a continué à augmenter, passant de 962 fin 1998 à 968 fin 1999.

La situation varie selon les marchés.

■ **Nouveau marché** : 111 sociétés étaient cotées fin 1999 contre respectivement 81 et 38, fin 1998 et 1997. Pour la première année, des radiations, au nombre de deux, ont été réalisées sur ce marché.

■ **Second marché** : 372 sociétés étaient cotées en 1999 contre respectivement 368 et 308, en 1998 et 1997. Le nombre de radiations s'élève à 24 en 1999 (pour 11 en 1998), alors que le nombre d'introductions a été de 33 sociétés. La différence s'explique par le transfert de six sociétés vers le Premier marché et l'arrivée d'une société précédemment cotée sur le Premier marché.

■ **Premier marché** : le nombre de sociétés cotées au Premier marché a baissé régulièrement pendant ces quatre dernières années. Ainsi, le nombre de sociétés dont les actions sont négociées sur le Premier marché est passé de 590 en 1996, à 554 en 1997 puis 513 en 1998, et 485 en 1999. Malgré un nombre élevé d'introductions sur le Premier marché, 10⁽¹⁾ en 1999 comme en 1998, et le transfert de six sociétés du Second marché, le solde net est négatif en raison de 43 radiations⁽²⁾ en 1999 (contre 56 en 1998), et d'un transfert vers le Second marché. Les radiations ont principalement concerné le marché au Comptant (33 radiations⁽²⁾).

(1) Hors Crédit Lyonnais qui était déjà coté pour ses certificats d'investissement.

(2) Hors SGB.

▲ Tableau récapitulatif des techniques d'introduction⁽²⁾

	OPO + PGG	PGG	OPF + PGG	OPF	OPM	OPE	COTATION DIRECTE	TRANSFERT HC/ML	FUSION	VOIE D'ARBITRAGE (3)	TOTAL
1998	-	15	62	7	32	1	7	4	2	-	130
EN %	-	12 %	48 %	5 %	24 %	1 %	5 %	3 %	2 %	-	100 %
1999	6	5	50	-	4	-	-	3	2	5	75
EN %	8 %	7 %	66 %	-	5 %	-	-	4 %	3 %	7 %	100 %

À l'occasion des introductions en bourse, le recours à la technique d'offre à prix ferme (OPF) associée à un placement global garanti (PGG), a continué à se généraliser : il a représenté plus des deux tiers des opérations en 1999.

2 - Autres visas

La progression globale du nombre des visas attribués (+62 %) recouvre plusieurs évolutions méritant d'être signalées.

- Visas d'opérations d'émission, de cession ou d'admission de titres de capital : leur nombre passe de 78 en 1998, à 170 en 1999 ; cette augmentation provient principalement (+ 86 visas) du développement des opérations d'émission avec appel public à l'épargne (dont la première émission des 33 Caisses d'épargne), des cessions par appel public à l'épargne (reflétant l'essor du Marché libre) et des émissions réservées aux salariés ; au total ces opérations sont passées de 27 à 113.
- Visas concernant les émissions et les admissions de titres de créance : leur évolution en 1999, + 119 en nombre (637 au lieu de 518, soit + 23 %) doit être décomposée en une baisse de 44 % pour les opérations d'appel public à l'épargne à l'émission (67 au lieu de 119) et une hausse de 51 % pour les visas délivrés en vue seulement de l'admission des titres sur un marché réglementé (570 au lieu de 398). Cette dernière progression résulte de la banalisation de ce qui était autrefois le compartiment du marché international et de l'engouement suscité par le marché des *warrants*.
- Visas sur les notes d'information relatives aux programmes de rachat d'actions : 402 visas ont été délivrés en 1999 qui constituait le premier exercice complet depuis la mise en œuvre de nouveau régime en septembre 1998 (52 visas entre septembre et décembre 1998), ce qui montre le succès rencontré par cette réforme auprès des sociétés cotées.
- Visas relatifs aux offres publiques : leur progression de 68 % (69 au lieu de 41 en 1998) illustre une année 1999 riche en offres publiques ; par ailleurs, les visas délivrés sur les notes en réponse ou apportant des compléments et des prorogations sont passés de 10 en 1998 à 36 en 1999, ce qui illustre le déroulement animé de certaines offres.

(2) OPO : offre à prix ouvert - PGG : placement global garanti - OPF : offre à prix ferme
OPM : offre à prix minimum - OPE : offre publique d'échange - HC : hors-cote - ML : marché libre.

(3) Cf. règles de ParisBourse^{SBF} SA.

B - LE RACHAT PAR LES SOCIÉTÉS DE LEURS PROPRES ACTIONS

La réforme relative au rachat d'actions a connu un indéniable succès quantitatif et qualitatif ; elle a également été à l'origine d'importantes innovations financières.

1 - Bilan de la réforme de 1998 et consultation de Place

La réforme du régime de rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées sur un marché réglementé, initiée lors de la mission de réflexion présidée par M. Bernard Esambert, puis adoptée au cours de l'année 1998, a été très rapidement mise en œuvre par les émetteurs. La publication de notes d'information préalablement aux tenues d'assemblées générales, alors que le régime antérieur ne comportait guère de publicité sur ces opérations, a révélé l'ampleur du phénomène. En raison du caractère novateur de la réforme, il est apparu utile d'établir un bilan à l'issue de la première année de la mise en œuvre, tant pour en mesurer l'impact que pour recenser et fournir des réponses aux interrogations qui peuvent subsister.

Ce bilan⁽⁴⁾, réalisé au cours du dernier trimestre 1999, a été présenté à la Commission, puis adressé au Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie. Il fait l'objet d'une consultation de Place sur divers thèmes.

a) Le bilan de la réforme à l'issue de la première année de fonctionnement du nouveau dispositif juridique

■ Un nombre élevé de notes d'information soumises au visa de la COB

Le nombre total de programmes de rachat d'actions visés par la Commission entre le 6 septembre 1998 (date d'entrée en vigueur de la réforme) et le 30 septembre 1999 est de 504 (dont 78 notes visées lors d'introductions en bourse), et concerne 51,5 % des sociétés cotées sur les marchés réglementés français.

Il apparaît toutefois que beaucoup de sociétés ont souhaité profiter de l'effet positif sur les cours qu'entraîne l'annonce d'un programme de rachat d'actions.

Le " signal " envoyé au marché est cependant transitoire et l'amplitude de la relation constatée décroît à chaque annonce⁽⁵⁾.

(4) Disponible sur le site Internet de la Commission.

(5) S'il est suivi d'une annulation des actions rachetées, le rachat d'actions entraîne une hausse mécanique du bénéfice net par action (c'est l'effet " relatif " sur le bénéfice net par action), et joue un rôle " signal " qui provoque une hausse à court terme du cours de bourse ; si l'on considère, en effet, que le multiple de bénéfice net (capitalisation boursière sur résultat net) est stable, toute hausse du bénéfice net par action doit entraîner à court terme une augmentation du cours de bourse. Des études statistiques menées dans les pays où la pratique du rachat d'actions est courante montrent même que l'ajustement à la hausse du cours des actions s'effectuerait à un niveau supérieur à celui automatiquement induit par la nouvelle configuration du capital. A plus long terme, cependant, le cours de bourse par action revient à son niveau initial. En théorie économique, le rachat d'actions suivi d'une annulation est neutre à moyen terme sur le cours de bourse par titre, mais a un impact sur la capitalisation boursière globale. L'élévation du bénéfice net par action provoque, en effet, une hausse de la rentabilité exigée par les investisseurs, donc une baisse du multiple, qui trouve principalement son origine dans l'accroissement du risque lié à l'effet de levier. Ceci entraîne une diminution du cours de bourse par action. Ainsi, alors que la hausse du bénéfice net par action est pérenne, celle du cours de bourse est transitoire.

▲ Répartition par marché⁽⁶⁾

Répartition, par marché, des sociétés ayant fait viser une note d'information relative à un programme de rachat

MARCHÉ	NOMBRE DE PROGRAMMES VISÉS	% PAR RAPPORT AU TOTAL
RM	162	32,14 %
COMPTANT	38	7,54 %
PM	200	39,68 %
SM	238	47,22 %
NM	66	13,10 %
TOTAL	504	100 %

Environ 40 % des notes d'information visées par la Commission ont été établies par des sociétés du Premier marché, 47 % par des sociétés du Second marché, et seulement 13 % par des sociétés du Nouveau marché.

▲ Répartition par marché et par indice

% de sociétés de chaque marché réglementé ayant fait viser une note d'information relative à un programme de rachat

MARCHÉ	NOMBRE DE PROGRAMMES VISÉS	% PAR RAPPORT AU NOMBRE DE SOCIÉTÉS SUR LE MARCHÉ
RM	162	64,80 %
COMPTANT	38	15,44 %
SM	238	62,63 %
NM	66	64,70 %
TOTAL	504	51,53 %

Environ 65 % des sociétés cotées au Premier marché à Règlement mensuel et au Nouveau marché ont établi une note d'information, contre 63 % pour les sociétés cotées au Second marché. En revanche, seulement 15,44 % des sociétés cotées au Premier marché au Comptant ont fait viser un programme de rachat par la Commission.

% de sociétés du CAC 40, du SBF 120 et du SBF 250 ayant fait viser une note d'information relative à un programme de rachat

INDICE	NOMBRE DE SOCIÉTÉS DE L'INDICE AYANT SOUMIS À LA COB DES NOTES D'INFORMATION	% PAR RAPPORT AU NOMBRE DE SOCIÉTÉS COMPOSANT L'INDICE
CAC 40 ⁽¹⁾	35	87,5 %
SBF 120 ⁽¹⁾	105	87,5 %
SBF 250 ⁽¹⁾	200	80 %

(1) Sur la base d'indices constants tels qu'existants au 3 novembre 1999.

87,5 % des sociétés du CAC 40 et du SBF 120 ont fait viser une note d'information, contre 80 % pour les sociétés appartenant au SBF 250.

(6) RM : Règlement mensuel - PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché.

▲ Répartition par objectifs

Les programmes de rachat visés affichent en général un ou plusieurs des cinq objectifs suivants :

- ▲ la régularisation de cours ;
- ▲ la remise de titres en paiement ou en échange, notamment dans le cadre d'opérations de croissance externe ;
- ▲ l'attribution d'actions ou l'octroi d'options d'achat d'actions aux salariés ;
- ▲ l'annulation, à des fins d'optimisation du résultat par action ;
- ▲ la conservation des titres acquis.

Objectifs des programmes de rachat / Utilisation des titres rachetés

UTILISATION DES TITRES RACHETÉS	% DE PROGRAMMES AFFICHANT UNE TELLE UTILISATION
RÉGULARISATION DE COURS	98,21 %
ACHAT / ÉCHANGE	58,73 %
SALARIÉS / OPTIONS	55,75 %
ANNULATION	39,28 %
CONSERVATION	20,23 %

151 programmes ont pour seul objectif la régularisation de cours, soit 30 % des programmes visés, dont 65,56 % émanent de sociétés cotées sur le Second marché.

143 programmes affichent les quatre principaux objectifs (régularisation, achat/échange, attribution d'actions/d'options aux salariés et annulation), soit 28,37 % des programmes visés.

Objectifs d'utilisation des titres rachetés par marché puis par indice

UTILISATION DES TITRES RACHETÉS	PREMIER MARCHÉ	SECOND MARCHÉ	NOUVEAU MARCHÉ
RÉGULARISATION DE COURS	95,5 %	98,73 %	98,48 %
CESSION / ÉCHANGE	76,5 %	45,37 %	53,03 %
SALARIÉS / OPTIONS	71 %	44,95 %	48,48 %
ANNULATION	59 %	28,57 %	18,18 %
CONSERVATION	29 %	13,44 %	18,18 %

UTILISATION DES TITRES RACHETÉS	CAC 40	SBF 120	SBF 250
RÉGULARISATION DE COURS	97,14 %	98,09 %	99 %
CESSION / ÉCHANGE	94,28 %	84,76 %	75,5 %
SALARIÉS / OPTIONS	94,28 %	80 %	70,5 %
ANNULATION	77,14 %	65,71 %	58,5 %
CONSERVATION	51,42 %	39,04 %	32 %

Quelle que soit la segmentation retenue (par marché ou par indice), quasiment toutes les notes d'information visées mentionnent comme objectif la régularisation des cours ; le deuxième objectif le plus fréquemment cité est la remise de titres en paiement ou en échange, le troisième est l'attribution d'actions ou l'octroi d'options d'achat aux salariés, le quatrième est l'annulation d'actions et le cinquième la conservation des titres.

■ Une part du capital concernée et un coût significatifs

▲ Part du capital

Les sociétés indiquent dans leur note d'information la part maximale du capital qu'elles envisagent d'acquérir, compte tenu de l'autodétention et de l'autocontrôle dont elles disposent. Le pourcentage indiqué ne correspond pas forcément à l'autorisation sollicitée auprès de l'assemblée générale. Les données retenues ci-dessous sont ainsi issues des intentions de rachat exprimées par les sociétés.

Part du capital visée sous déduction de l'autodétention et de l'autocontrôle

PART DU CAPITAL VISÉE (SOUS DÉDUCTION DE L'AUTODÉTENTION ET DE L'AUTOCONTRÔLE)	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	%
ENTRE 0 ET 5 %	184	36,50 %
ENTRE 5 ET 8 %	49	9,72 %
ENTRE 8 ET 10 %	271	53,78 %
TOTAL	504	100 %

Les programmes de rachat présentés par 55 % des sociétés mentionnent un objectif d'acquisition d'une part de capital comprise entre 8 et 10 %, et 36,50 % des programmes mentionnent un objectif de rachat d'une part de capital inférieure ou égale à 5 %.

▲ Coût maximum pour les sociétés ayant engagé un programme de rachat d'actions

Afin d'évaluer un ordre de grandeur du coût maximum que pourraient supporter les sociétés ayant effectivement engagé un programme de rachat d'actions (si elles le réalisaient totalement), un calcul direct (part maximale envisagée dans le cadre du programme de rachat par la capitalisation boursière) a été effectué, pour chaque société dotée d'une autorisation de rachat d'actions et ayant engagé ce programme. Ce calcul est donné à titre indicatif par un grand nombre de sociétés qui n'ont pas manifesté l'intention de mettre en œuvre la totalité du programme annoncé.

Le montant total que les sociétés ayant commencé leur programme seraient donc susceptibles d'engager dans le cadre des programmes de rachat visés entre le 6 septembre 1998 et le 30 septembre 1999 est de 83,08 milliards d'euros (soit environ 544,94 milliards de francs).

Il est à noter que ce montant est bien supérieur au montant des rachats effectivement réalisés par lesdites sociétés depuis le 6 septembre 1998.

■ Un montant des rachats effectifs non négligeable

▲ Montant total des rachats réalisés du 6 septembre 1998 au 30 septembre 1999

Le montant total des rachats réalisés par les sociétés entre ces dates est de 9,06 milliards d'euros, soit environ 59,43 milliards de francs. Ce chiffre a été obtenu en comptabilisant tous les rachats effectués par les sociétés à partir du 6 septembre 1998, dans le cadre de l'article 217-2 modifié de la loi du 24 juillet 1966 (les opérations de régularisation de cours poursuivies conformément à l'ancien régime juridique n'ont pas été prises en compte).

Ce montant peut être rapproché du montant des capitaux levés sur le marché en 1999, égal à 28 milliards d'euros, bien qu'il s'agisse d'une approximation dans la mesure où les périodes ne coïncident pas totalement. Il est intéressant de constater que le marché financier a encore davantage contribué à la réallocation des capitaux entre les sociétés ayant un excédent de fonds propres et celles qui en ont besoin.

▲ Montant des rachats réalisés par indice du 6 septembre 1998 au 30 septembre 1999

Montant de rachats autorisés et réalisés par indice (CAC 40, SBF 120 et SBF 250) et concentration des rachats par indice en milliards d'euros

INDICE	MONTANT DE RACHATS AUTORISÉS PAR INDICE	MONTANT DE RACHATS RÉALISÉS PAR INDICE	% PAR RAPPORT AU TOTAL DES RACHATS
CAC 40	66,19	7,34	81,04
SBF 120	72,54	8,13	89,71
SBF 250	75,49	8,53	94,18

Hypothèses retenues : le montant des rachats autorisés par indice a été obtenu en appliquant à chaque indice la méthodologie exposée précédemment. Le montant de rachats réalisés par indice résulte de la comptabilisation de tous les rachats effectués par les sociétés à partir du 6 septembre 1998 dans le cadre de l'article 217-2 modifié. Les indices ont été recalculés en fonction de leurs modifications sur la période considérée.

b) Les thèmes soumis à la consultation de la Place à l'issue du bilan

Ils sont au nombre de sept.

■ Le contenu de la note d'information et le moment de sa diffusion

Le régime actuellement en vigueur repose sur une note d'information visée par la Commission et rendue disponible avant la tenue de l'assemblée générale extraordinaire appelée à statuer sur le projet de résolution.

Une note d'information, établie postérieurement à la tenue de l'assemblée générale extraordinaire, mais préalablement au lancement du programme pourrait gagner en précision, en particulier dans la désignation des objectifs poursuivis. Mais dans ce cas, l'annonce du programme serait susceptible d'avoir un impact significatif sur le niveau des cours et le comportement des intervenants sur le marché. Le débat reste ouvert.

■ L'adaptation aux sociétés à faible liquidité du règlement n° 98-03 relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres

L'expérience a montré qu'en l'état actuel des textes, les sociétés dont les titres sont négociés sur un marché à faible liquidité, en particulier celles de taille modeste (ou les intermédiaires agissant pour leurs comptes), éprouvent des difficultés dans la réalisation de leurs achats pour justifier la légitimité de leur intervention, dès lors que les volumes achetés, le plus souvent hors marché, deviennent significatifs.

Plusieurs aménagements des contrats de liquidité, passés avec des prestataires de services d'investissement sont envisagés afin de définir une nouvelle présomption de légitimité des interventions.

■ **L'instauration d'un délai entre le rachat des actions et leur utilisation par la société pour payer une acquisition.**

L'instauration de ce délai, imposé dans certains pays, et d'un contrôle de la valeur des titres remis en échange, préviendrait les risques d'abus dans la mise en œuvre de ces opérations.

■ **La pertinence de la coexistence, pour les sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, de deux régimes distincts prévus par les articles 217-1 et 217-2(7) de la loi du 24 juillet 1966.**

■ **La réduction du délai de publication des résolutions préalablement à la tenue des assemblées générales extraordinaires.**

■ **La redéfinition de la régularisation de cours.**

■ **Le maintien ou la suppression, comme critère de présomption de légitimité des interventions, du principe d'un intermédiaire unique par séance de bourse.**

2 - Le développement des nouveaux produits

La possibilité pour les sociétés de racheter leurs propres titres en application des articles 217-2 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 a contribué accessoirement à la création et au développement de nouveaux produits financiers.

L'émission d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes figure parmi les principaux développements de l'année 1999 sur le marché français qui ont pu être mis en œuvre grâce à la suppression du principe général d'interdiction du rachat par une société de ses propres actions.

Au cours de l'année 1999, treize émissions d'obligations à option de conversion et/ou d'échange ont été réalisées pour un montant d'environ 7,1 milliards d'euros. Ces émissions se sont, pour une large part, substituées à celles d'obligations convertibles en actions ou d'obligations échangeables en actions.

Ces obligations, émises sur le fondement de l'article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966, regroupent en un seul produit certaines des caractéristiques des obligations convertibles et des obligations échangeables. Elles comportent, en effet, une option permettant la délivrance, au gré de l'émetteur, d'actions existantes ou nouvelles, une combinaison des deux pouvant également être proposée.

L'obligation à option de conversion et/ou d'échange permet à son initiateur de mieux gérer l'impact dilutif de son émission en raison de l'alternative qui lui est offerte entre remettre des titres nouveaux et/ou des titres existants.

(7) Les dispositions de l'article 217-1 s'appliquent aux sociétés cotées et non cotées. Elles permettent aux " [...] sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions et [à] celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles 208-1 et suivants [...] " de racheter leurs propres titres. Les actions rachetées dans le cadre de l'article 217-2 peuvent également être affectées aux mêmes objectifs dès lors que certaines sociétés, souhaitant octroyer des options d'achat à leurs salariés ou les faire participer aux fruits de l'expansion par l'attribution d'actions, peuvent préférer se doter de résolutions votées conformément à l'article 217-1, car dans cette configuration, les modalités de rachat d'actions n'ont pas à respecter les dispositions de l'article 217-2, ni celles des règlements n°98-02 et 98-03 de la Commission.

Le porteur de l'obligation est placé devant la même situation qu'il reçoive des actions existantes ou des actions nouvelles, les deux étant immédiatement assimilées. Toutefois, ce principe d'équivalence comporte deux exceptions.

La cotation des actions nouvellement émises nécessite un délai d'une quinzaine de jours alors que les actions existantes sont immédiatement négociables.

Le traitement fiscal diffère selon que l'émetteur de l'obligation choisit la conversion ou l'échange en actions. Pour les personnes physiques, la conversion, à la différence de l'échange, n'est en effet pas considérée comme une cession à titre onéreux. Pour les personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés, le régime du sursis d'imposition s'applique lors de la conversion mais non lors de l'échange. En cas de remise conjointe d'actions nouvelles et d'actions existantes, le régime de l'échange trouverait à s'appliquer pour les personnes imposables.

La Commission a continué⁽⁸⁾ d'assortir l'émission de ces nouvelles obligations d'un avertissement pour attirer l'attention du public sur les caractéristiques spécifiques de ce produit et notamment les délais dont disposent les porteurs pour exercer leur droit à l'attribution d'actions, qui sont contractuellement limités à 15 jours environ au lieu des trois mois réglementaires pour les obligations convertibles.

Dans le prolongement de cette faculté d'échange, une société a émis des actions assorties de bons à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.

Enfin, la Commission s'est opposée à ce que des obligations convertibles déjà émises soient transformées en obligations à options de conversion et/ou d'échange en raison des différences fiscales qui séparent ces deux produits. La Commission a, en effet, estimé que les titres n'étaient pas assimilables car une telle conversion contreviendrait au contrat d'émission des obligations convertibles, notamment dans sa partie fiscale. Elle romprait de ce fait l'égalité de traitement des porteurs d'obligations convertibles successifs, ouvrant ainsi la voie à d'éventuels recours de porteurs ou d'anciens porteurs s'estimant lésés par cette modification unilatérale et inattendue.

C - LES MODIFICATIONS LÉGISLATIVES

La loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière a introduit en France les obligations foncières ; elle a également apporté diverses innovations dont la réforme du nouveau statut des Caisses d'épargne.

1 - Les obligations foncières

L'année 1999 a vu en Europe l'apparition ou la réactualisation d'un nouveau type d'obligations dites obligations foncières. Si en Allemagne les obligations foncières, appelées "*Pfandbriefe*", sont depuis longtemps présentes dans le paysage obligataire, la France, l'Espagne, la Belgique, le Danemark et l'Autriche ont à leur tour donné ou redonné une définition précise et actualisée de ce concept.

Cette résurgence des obligations foncières dans les différents pays d'Europe est en partie due au succès des "*Pfandbriefe*" allemands, et notamment des "*jumbo Pfandbriefe*" (Émissions dépassant un milliard d'euros), qui offraient aux seules banques allemandes, et pour des montants très importants, des conditions de refinancement très intéressantes (les "*Pfandbriefe*" obtenant généralement la notation la plus élevée des agences de notation), relativement déconnectées de la valeur intrinsèque de l'émetteur.

(8) Rapport annuel COB 1998, page 81.

Dans ce contexte, la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière (articles 93 à 116) a défini le statut des sociétés de crédit foncier (SCF), seules habilitées en France à émettre des obligations foncières.

Deux éléments contribuent particulièrement à distinguer ces titres des obligations ordinaires :

a - Le privilège lié aux obligations foncières

Les porteurs d'obligations foncières bénéficient d'un privilège sur l'actif de la société de crédit foncier.

Plus précisément, selon l'article 98 de la loi : "Nonobstant toutes dispositions législatives contraires ... les sommes provenant de prêts, titres, valeurs et des instruments financiers ... ainsi que les créances résultant des dépôts effectués... sont affectées par priorité au service du paiement des obligations et des autres ressources privilégiées mentionnées au 2° de l'article 93".

Le deuxième alinéa de ce même article précise que "Lorsqu'une société de crédit foncier fait l'objet d'une procédure collective ... les créances nées régulièrement des opérations mentionnées au 2° de l'article 93 sont payées à leur échéance contractuelle et par priorité à toutes les autres créances...".

Dans tous les cas, les porteurs d'obligations foncières bénéficient d'une priorité sur les flux de paiement (intérêts et capital) provenant de l'actif de la société, et ce avant même l'État ou les salariés.

De plus, l'article 101 de cette loi réduit fortement le risque de la "période suspecte" qui, dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire, pourrait remettre en cause tout acte de gestion réalisé sur les 18 derniers mois.

Enfin, l'article 98 précise qu'il n'y aura pas de déchéance du terme (c'est-à-dire pas de remboursement anticipé) des obligations en cas de liquidation judiciaire de la société de crédit foncier ou de sa société mère (article 103). On peut noter que si la loi proclame l'indépendance de la société de crédit foncier avec sa mère (ce qui n'est par exemple pas le cas avec les obligations foncières espagnoles), dans la pratique les deux émetteurs que sont actuellement Dexia Municipal Agency et la Compagnie de Financement Foncier ont entièrement délégué l'ensemble des activités de recouvrement des prêts et de gestion de leurs actifs à leur maison mère.

Le privilège accordé aux détenteurs d'obligations foncières est donc très important. Il est renforcé par le fait que les sociétés de crédit foncier peuvent aussi émettre des titres non privilégiés, afin de convenir aux exigences de "surdimensionnement" de l'actif par rapport au passif tel que précisé à l'article 96 de la dite loi.

b - Les actifs éligibles aux sociétés de crédit foncier

Les prêts éligibles à l'actif d'une société de crédit foncier sont définis par l'article 93 de la loi du 25 juin 1999. Il s'agit :

- de crédits immobiliers, privés ou commerciaux, bénéficiant d'une hypothèque de premier rang ou d'une garantie de cautionnement (les caractéristiques des hypothèques ou des cautions sont précisées par le décret n° 99-710 du 3 août 1999). Une société de crédit foncier peut détenir des parts de FCC répondant aux mêmes exigences que les prêts hypothécaires, à hauteur de 20 % de son actif (et temporairement de 30 %) ;
- de prêts aux collectivités territoriales et aux établissements publics de l'Espace économique européen.

Outre les commissaires aux comptes, un contrôleur spécifique nommé en accord avec la Commission bancaire sera chargé de vérifier que les actifs répondent aux exigences énoncées ci-dessus. Il devra aussi s'assurer de la permanence du surdimensionnement de l'actif sur le passif de la société de crédit foncier (ponctuellement pour toute émission supérieure à 500 millions d'euros et dans tous les cas trimestriellement).

Une société de crédit foncier est un établissement de crédit à objet limité et ne peut pas avoir d'activité de banque classique, contrairement au régime d'autres pays, par exemple, l'Allemagne. Son statut est défini de manière très précise par la loi, de manière à donner une lisibilité claire de son activité.

Les obligations foncières, qui bénéficient de la meilleure notation de la part des agences spécialisées, devraient rapidement se développer. Les montants émis atteignaient 7,7 milliards d'euros, pour les deux émetteurs recensés.

Au-delà du caractère très sécurisé de tels titres, deux éléments devraient en effet renforcer leur attrait :

- la réforme du calcul du ratio Cooke, qui pourrait favoriser les obligations ayant obtenu une notation maximale en leur donnant un coefficient de pondération relativement faible ;
- la possibilité d'utiliser les obligations foncières comme support éligible aux opérations de refinancement auprès de la Banque centrale européenne.

2 - Les émissions de parts sociales des sociétés locales d'épargne affiliées aux Caisses d'épargne

La loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière a servi de cadre à la réforme des Caisses d'épargne. Elle leur a donné, en particulier, un statut de banques coopératives à compter du 1er janvier 2000. Le capital initial de chacune d'elle⁽⁹⁾ sera souscrit par des sociétés coopératives à capital variable qui leur sont affiliées, les sociétés locales d'épargne, structures ne réalisant pas d'opération de crédit mais ayant vocation à animer le sociétariat de base. Peuvent être sociétaires, outre les salariés des Caisses d'épargne et les collectivités territoriales, les personnes physiques ou morales ayant effectué avec la Caisse d'épargne une des opérations permises aux établissements de crédit par la loi bancaire n° 84-46 du 24 janvier 1984.

Les sociétés locales d'épargne ont souscrit, en 1999, les parts sociales de leur Caisse d'épargne de rattachement, au moyen d'un prêt consenti par celle-ci, le prêt étant amorti au fur et à mesure de la souscription par le public des parts sociales émises à due concurrence par les sociétés locales d'épargne affiliées. Le montant annuel de la souscription est reversé chaque année par les Caisses d'épargne au fonds de solidarité vieillesse par l'intermédiaire de la Caisse nationale des Caisses d'épargne.

Les parts sociales, toutes nominatives, revêtent la forme de parts de sociétaires au sens de la loi du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération, et représentent un titre de propriété sur une partie du capital de la société locale d'épargne. Elles ne peuvent être négociées sur un marché réglementé, mais peuvent être cédées entre sociétaires, selon les modalités prévues à l'article 1865 du code civil et rachetées au pair par la société locale d'épargne. Leur rémunération, subordonnée à leur détention au moment de la clôture de l'exercice, est au plus égale au taux de rendement moyen des obligations des sociétés privées.

Pour l'ensemble des Caisses d'épargne concernées, l'opération de souscription, qui s'étalera du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2003, au rythme des demandes des sociétaires, porte sur un montant compris entre 15,8 et 18,9 milliards de francs.

(9) Soit 33 Caisses d'épargne, la 34^{ème}, celle de Nouvelle-Calédonie n'étant pas concernée par la loi.

L'article 28 de la loi n°99-532 du 25 juin 1999 a prévu qu'après la constitution des sociétés locales d'épargne, et jusqu'au 31 décembre 2003, chaque Caisse d'épargne mette à la disposition de toute personne intéressée un document d'information spécifique portant sur le contenu et les modalités de l'émission des parts sociales représentatives du capital des sociétés locales d'épargne, sur leurs liens, notamment juridiques et financiers, avec la Caisse d'épargne à laquelle elles sont affiliées, et sur la situation financière et l'évolution de l'activité de la Caisse d'épargne concernée. La loi précise que ce document d'information doit être établi tous les ans, approuvé par la Caisse nationale des Caisses d'épargne, et visé par la Commission. Cette mention expresse du visa de la Commission instaure pour l'ensemble des opérations de souscription des parts sociales des sociétés locales d'épargne un régime spécifique distinct du champ général de l'appel public à l'épargne.

Le décret d'application n° 99-974 du 23 novembre 1999 prévoit une mise à jour complète du document d'information chaque année, à l'occasion de la clôture des comptes de l'exercice de chaque Caisse d'épargne, et l'établissement d'un document complémentaire après l'approbation des comptes semestriels.

Un premier document d'information a été visé pour chaque Caisse d'épargne en décembre 1999, avant le début de la période de souscription, assorti d'un avertissement portant sur trois caractéristiques particulières des parts émises :

- l'absence de cotation ;
- l'application des principes coopératifs aux conditions de vote, de rachat et de rémunération des parts sociales ;
- l'absence de rémunération en cas de cession en cours d'année.

D - LES PROCÉDURES ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ LIBRE

La loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 est venue consacrer la nouvelle définition de l'appel public à l'épargne, qui figure désormais à l'article 6 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967⁽¹⁰⁾. Elle a notamment prévu que l'appel public à l'épargne pouvait être constitué " par l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit, ou à des prestataires de services d'investissement ".

De ce fait, en application du règlement n° 98-08 précisant notamment le contenu du prospectus à établir à l'occasion d'appel public à l'épargne, un visa de la Commission est nécessaire pour une inscription sur le Marché libre réalisée par cession de titres existants.

Dans ce nouveau cadre, le nombre de visas délivrés par la Commission sur des prospectus simplifiés est passé de 4 en 1998 à 36 en 1999.

Dans ces conditions, la Commission, soucieuse de maintenir une distinction claire entre les marchés réglementés et ceux qui ne le sont pas, souhaite préciser la portée et les limites de son intervention sur le Marché libre.

Le visa atteste que l'information disponible est conforme aux normes requises pour le prospectus simplifié. Le respect des dispositions du règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'informer le public garantit la sincérité et la qualité de l'information permanente diffusée.

(10) Rapport annuel COB 1998, page 70

En revanche, dans son fonctionnement, le Marché libre n'est pas soumis aux mêmes contrôles et régulations que les marchés réglementés. Il n'offre pas, en conséquence, le même niveau de liquidité, de sécurité et d'information aux investisseurs et aux épargnants. Ainsi, les opérations d'échange, de retrait ou de rachat des titres des actionnaires minoritaires, concernant ce marché, sont réalisées hors intervention et contrôle des autorités de marché.

La Commission met en garde le public, lors des opérations d'inscription sur le Marché libre, contre les conséquences de l'utilisation d'un vocabulaire parfois trompeur pour caractériser certaines procédures mises en place sur le Marché libre. Ces procédures n'ont en effet pas le même sens et n'offrent pas les mêmes garanties sur ce marché.

À titre d'exemple, sur le Marché libre, les opérations d'offre à prix ouvert ou à prix ferme ne sont pas centralisées par ParisBourse^{SBF} SA, mais sont directement gérées par les intermédiaires sous leur entière responsabilité.

Dans le même esprit, la Commission accepte, sur ce marché, de ne viser que des prospectus définitifs et ne recourt pas à la technique parfois utilisée d'un prospectus préliminaire permettant la construction d'un livre d'ordres.

Devant les difficultés parfois rencontrées pour déterminer le prix d'introduction, la Commission tient à rappeler aux intermédiaires financiers et aux sociétés candidates à ce marché, que la recherche de l'adaptation de l'offre et de la demande doit porter tant sur l'augmentation du nombre de titres offerts que sur une élévation du prix de l'offre, en particulier lorsque la faible quantité de titres initialement offerts induit une pénurie relative.

Par ailleurs, la multiplication du nombre d'opérations a également induit une certaine précipitation dans le montage et la présentation des dossiers. Cette situation, si elle se confirmait, pourrait contraindre la Commission à demander le report des dossiers insuffisamment préparés et à faire connaître publiquement les motifs de ces décisions.

Enfin, en l'état actuel des textes, le rachat de leurs propres actions sur le Marché libre n'est prévu qu'en faveur des salariés, dans le cadre défini par l'article 217-1 de la loi du 24 juillet 1966. L'article 217-2 de cette loi n'est en effet pas applicable au Marché libre et, en conséquence, les contrats de liquidité qui pourraient être conclus avec un prestataire de service d'investissement sont illicites.

E - LES SOCIÉTÉS NOUVELLEMENT INTRODUITES

1 - L'engagement des dirigeants lors des introductions

Malgré les procédures de vérification de l'information prévisionnelle délivrée au marché lors des introductions, des déceptions ont été enregistrées lorsque les sociétés se sont avérées incapables de réaliser les prévisions publiées. Au cours des derniers mois, le comportement particulièrement responsable, à l'égard de leurs actionnaires minoritaires, des dirigeants de deux sociétés mérite d'être souligné.

Dans le premier cas, la société introduite sur le Second marché à la fin du 1er semestre 1999, a constaté dès septembre 1999, qu'elle n'était pas en mesure de tenir ses prévisions. Afin de préserver les intérêts des actionnaires entrés à l'occasion de l'introduction en bourse, le dirigeant leur a proposé le rachat de leurs actions au prix de l'introduction, ou, alternativement, l'attribution d'un bon de cession garantissant cette valeur.

Dans l'autre cas, la société introduite sur le Nouveau marché à un prix très élevé, a vu son cours largement chuter par la suite. Le dirigeant, qui a cédé sa participation au début de l'année 2000, a accepté d'obtenir un prix inférieur à celui qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et fait prendre l'engagement au cessionnaire d'offrir aux actionnaires minoritaires une garantie de cours à un niveau proche de celui de l'introduction en 1999.

Dans un cas comme dans l'autre, la Commission a approuvé les schémas mis en place, en totale transparence, pour tirer les conséquences du résultat de politiques trop optimistes lors de l'introduction en bourse.

Puis généralement, ceci conduit à souligner, une fois de plus, l'importance des travaux de vérification et de validation des données incombant aux intermédiaires et aux auditeurs. Dans la préparation des opérations d'introduction, les dirigeants et leurs conseils doivent mettre en œuvre tous les moyens possibles et réserver les délais nécessaires pour s'assurer de l'exactitude des données présentées aux investisseurs et au public.

2 - Le document de référence

Le règlement n° 95-01 dispose que les sociétés cotées sur le Nouveau marché doivent, tous les ans, et dès la première année, faire enregistrer un document de référence à la Commission. Ce projet doit être déposé dans les 2 mois qui suivent l'arrêté des comptes.

De nombreuses sociétés cotées sur le Nouveau marché ne satisfont à cette obligation qu'avec retard, parfois même après relance de la Commission.

Il faut rappeler que le Nouveau marché accueille des sociétés récemment créées, dont la valorisation en bourse repose largement sur les perspectives d'avenir. À ce titre, une information complète et actualisée sur les réalisations de ces sociétés depuis leur introduction en bourse est particulièrement importante.

Le document de référence doit se concevoir comme une mise à jour de leur prospectus d'introduction. Il est donc primordial d'y faire figurer une partie exposant les réalisations par rapport aux annonces de prévisions faites à l'introduction en bourse. Par ailleurs, si les réalisations observées remettent en cause largement, à la hausse ou à la baisse, le plan de développement annoncé lors de l'introduction, il convient de donner une information prévisionnelle dûment rectifiée dans le document de référence.

Enfin, concernant le calendrier de dépôt du document de référence auprès de ses services, la Commission tient à rappeler que les sociétés bénéficient de nombreux avantages en déposant leur projet dès l'arrêté des comptes :

- une réduction des coûts : la société n'est alors mobilisée qu'une fois pour la confection et l'impression du rapport annuel sous la forme d'un document de référence ;
- une réduction des délais d'obtention d'un visa sur une note d'opération financière ; l'enregistrement d'un document de référence permet ensuite d'obtenir ce visa en deux jours, ce qui facilite les appels au marché en réduisant le volume de l'information à diffuser et les délais de traitement des dossiers ;
- une communication financière unique, labellisée, diffusée largement.

II - L'information permanente

A - LE DÉVELOPPEMENT DE LA DIFFUSION D'INFORMATIONS SUR INTERNET

1 - Les développements de la base de données SOPHIE

Le rapport annuel pour 1998 avait annoncé les travaux d'élargissement de la banque de données SOPHIE (Site Ouvert des Publications Historiques des Entreprises) sur le site Internet de la Commission, à la totalité des prospectus et documents d'information soumis à son contrôle.

Le site élargi, ouvert en novembre 1999, permet désormais l'accès à une information volumineuse et variée, puisqu'il offre à la consultation, outre les décisions de visa de prospectus dès le lendemain de leur délivrance, la plupart des notes d'opérations visées depuis cette date, et surtout plus de 200 documents de référence sur les 274 enregistrés en 1999.

Le développement du site se poursuit, en vue de constituer une source fiable et abondante d'informations au profit des investisseurs. L'année 2000 devrait en particulier voir la création de la banque des communiqués des sociétés cotées sur Internet, en substitution de la banque des communiqués Ecofil sur Minitel.

2 - La recommandation relative à la diffusion sur Internet d'informations financières par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé

Dans le prolongement des entretiens annuels de 1998 et d'une consultation de Place, la Commission a publié la recommandation n° 98-05 relative à la diffusion sur Internet d'informations financières par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

En 1993, la Commission des opérations de bourse avait émis la recommandation n° 93-01 qui avait pour objet de préciser les conditions dans lesquelles les sociétés cotées pouvaient utiliser le minitel dans le cadre de leur communication financière.

L'utilisation d'Internet, qui permet en particulier une diffusion rapide et plus large de l'information, se développe. De nombreuses sociétés l'ont désormais intégrée comme un moyen complémentaire de communication, notamment financière. Compte tenu des particularités techniques de ce nouvel outil de communication, la Commission a émis une recommandation rappelant que les règles relatives à la diffusion de l'information financière s'appliquent également à la diffusion sur Internet et précisant quelques règles de conduite liées à la spécificité d'Internet.

■ **Recommandation 1 - Responsabilité de la société**

Le renvoi à d'autres sites doit être mentionné explicitement de façon à ce que le public ne soit pas induit en erreur.

- ▲ Si la société souhaite faire figurer un avertissement concernant, en particulier, l'exactitude de l'information présente sur le site et des responsabilités y afférant, elle doit s'assurer de la portée légale de cet avertissement.
- ▲ Si ce dernier vise à se conformer aux dispositions d'une législation spécifique d'un pays donné, il y est fait clairement référence.

■ **Recommandation 2 - Libellé des informations**

Afin de respecter l'égalité de l'accès à l'information, il est recommandé que les sites qui utilisent, outre le français, d'autres langues de présentation, aient le même contenu dans les différentes versions. À défaut, les différences entre les versions font l'objet d'une mention explicite.

■ **Recommandation 3 - Mise à jour des informations**

En vue d'éviter que le public ne soit induit en erreur par la consultation d'une information :

- ▲ Chaque document ou chaque extrait de document est accompagné de la date et de l'heure de sa diffusion dans le public et de la date de son éventuelle dernière mise à jour. Dans le cas où la mise à jour varie selon les pages du document, les dates correspondantes doivent apparaître sur les pages concernées.
- ▲ Dans le cas où la mise à jour ne peut être effectuée dans le document initial en raison de sa nature, la société fera en sorte que la mise à jour soit aisément disponible sur le site.

■ **Recommandation 4 - Erratum**

En cas d'erreur dans le contenu de l'information présente sur le site, la société avertit dans les plus brefs délais de cette erreur et diffuse un texte qui rectifie l'information et qui souligne les corrections apportées au texte précédant.

■ **Recommandation 5 - Diffusion des informations**

- ▲ Toute information susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours de bourse doit faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale. La diffusion du communiqué reprenant cette information peut être effectuée simultanément sur Internet et sur les autres supports de diffusion habituellement utilisés.

Afin de respecter le principe d'équivalence d'information, le recours à Internet ne saurait exonérer les sociétés de diffuser simultanément des informations dans le public sur les différentes places de cotations des sociétés.

- ▲ Dans le cas d'une information ayant fait l'objet d'un document approuvé par la Commission, la société indique les références du document et les moyens de se le procurer sans frais.

- ▲ Il est souhaitable que tous les documents visés ou approuvés par la Commission soient accessibles sur Internet dès leur diffusion sur d'autres supports. Ainsi, elle recommande que ces documents soient diffusés sur le site de la société ou à défaut sur son propre site.

■ Recommandation 6 - Exhaustivité de l'information

La Commission recommande lorsque l'information se réfère à un document d'indiquer s'il s'agit de l'intégralité du document écrit, d'un résumé ou d'extraits. Dans ces deux derniers cas, les références du document complet d'origine sont fournies.

■ Recommandation 7 - Authentification des informations

- ▲ La source de l'information doit être précisée. La Commission recommande de faire figurer en clair s'il s'agit d'une information extraite d'une source publique (rapport annuel, publications comptables etc.) en précisant si cette information a fait l'objet ou non d'un contrôle des commissaires aux comptes, ou s'il s'agit d'une analyse ou d'un commentaire de ce type d'information avec mention de l'auteur.
- ▲ La présence sur le site de documents ou d'extraits de documents provenant de sources extérieures à la société suppose l'accord préalable et explicite de leurs auteurs.
- ▲ La société qui souhaite diffuser des recherches financières la concernant, doit évaluer précisément les conséquences d'une telle diffusion au regard de l'analyse qui serait faite de sa situation et de ses perspectives.

En tout état de cause, elle précise le mode de sélection et la fréquence d'actualisation des analyses retenues. Ce mode de sélection, défini de manière objective, doit permettre une juste appréciation de la société et ne doit pas induire autrui en erreur.

- ▲ Dans le cas où il s'agit d'informations extraites d'analyses financières, la société s'engage à donner la liste des analyses auxquelles elle se réfère. Elle doit notamment en préciser la date, l'auteur et indiquer s'il s'agit d'une version complète, d'un résumé ou d'un extrait. Dans ces deux derniers cas, les données publiées doivent être fidèles aux arguments et opinions de l'analyste et respecter les règles déontologiques professionnelles de transparence en matière de conflits d'intérêt.

■ Recommandation 8 - Diffusion de données boursières

La société peut proposer la consultation d'un historique de ses cours de bourse, sous réserve que ces informations boursières soient accompagnées d'un horodatage précis et d'une indication de la source.

Lorsque les cours proviennent d'un autre site, la mention de ce site doit être explicite.

Si les éléments boursiers ne sont pas exhaustifs, la société indique clairement la nature de l'extrait présenté (cours moyen, pondération éventuelle par les volumes etc.).

■ Recommandation 9 - Messagerie

L'exploitation par la société des informations fournies par tout utilisateur (personne physique ou morale) dans le cadre de l'utilisation de la messagerie doit respecter ses droits conformément à la législation en vigueur.

B - LE RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LES " AVERTISSEMENTS SUR RÉSULTATS "

Parmi ses priorités pour 1999, la Commission avait identifié l'amélioration des règles applicables à l'obligation d'information permanente.

Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont, en effet, de plus en plus fréquemment conduites à publier, en cours d'exercice, des communiqués relatifs à des événements significatifs qui marquent leur évolution et sont susceptibles d'avoir un impact sur le résultat attendu pour l'exercice en cours ou pour les exercices ultérieurs.

Elles peuvent également être conduites à annoncer aux marchés que leurs prévisions de résultats doivent être revues en hausse ou en baisse, soit par des communiqués communément appelés " *profit warnings* " ou " *avertissements sur résultats* ", soit de manière plus informelle par des contacts directs avec les analystes financiers.

Les règles et conditions de ces interventions étant jugées insuffisamment précises, un groupe de travail a été créé en mai 1999 sous la présidence de M. Jean-François Lepetit, membre de la Commission et Président du Conseil des marchés financiers, pour étudier, notamment, les règles à suivre lorsque l'entreprise constate que :

- le marché ne dispose pas de l'information nécessaire sur les conditions réelles de son exploitation (par exemple, chiffre d'affaires, marge d'exploitation et résultat) ;
- le marché dispose d'une information complète, mais il existe un décalage significatif entre l'interprétation du marché et celle de l'entreprise, soit en raison de causes exogènes (performance des entreprises concurrentes etc.), soit en raison de divergences dans l'analyse des données.

Le champ de réflexion du groupe de travail a été centré sur les sujets suivants :

- la distinction entre les responsabilités des émetteurs et celles des analystes ;
- l'identification des besoins d'informations complémentaires du marché ;
- la nature et les modalités de la diffusion (communiqués financiers, " pilotage du consensus " par la diffusion informelle d'informations non privilégiées) ;
- les liens éventuels avec l'information permanente et l'information périodique, notamment les comptes intermédiaires.

À l'issue de ses travaux, M. Jean-François Lepetit a présenté à la Commission en janvier 2000, un rapport⁽¹¹⁾ comportant une analyse de la situation et dix recommandations principales, dont l'objectif est de préciser les modalités de diffusion de l'information financière permanente pour répondre aux nouvelles exigences des marchés financiers. La Commission a pris connaissance de ces projets et a souhaité organiser une consultation de Place avant d'arrêter définitivement les recommandations en avril 2000.

(11) Ce rapport peut être consulté sur le site Internet de la Commission (www.cob.fr).

C - LE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

Le développement des marchés accroît les exigences de transparence et de responsabilisation au sein des sociétés cotées. L'internationalisation des marchés et l'avènement de la zone euro accentuent la pression en ce sens.

L'application des principes de gouvernement d'entreprise au sein d'une société cotée est devenue un critère d'investissement pour de nombreux gestionnaires français et internationaux. Pour éviter d'être écartés des choix d'investissement des grands fonds, les émetteurs communiquent de plus en plus fréquemment sur leur structure et leur processus de décision comme sur les modalités de leur contrôle interne.

Chaque pays définit un gouvernement d'entreprise adapté à ses propres structures et à sa culture. Il n'existe pas un modèle standard de gouvernement d'entreprise. La publication des " Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise " participe d'un courant de généralisation et d'harmonisation des systèmes de gouvernement d'entreprise, source d'efficacité économique. La réflexion en ce domaine se généralise, bien que la pratique en France et à l'étranger soit inégale.

1 - La pratique du gouvernement d'entreprise en France

Le principe de séparation des fonctions ne s'est pas encore généralisé : environ 25 % des sociétés du CAC 40 ont adopté une structure de conseil duale, sous la forme d'un directoire et d'un conseil de surveillance ; 20 % de l'ensemble des sociétés du CAC 40 distinguent les fonctions de président et de directeur général.

La mise en place de comités spécialisés tend à se généraliser au sein des sociétés françaises, permettant à la France d'être, après le Royaume-Uni, le pays européen où le nombre de comités d'audit est le plus élevé. Chaque comité comprend en moyenne trois membres.

Environ 45 % des sociétés du SBF 120 comptent moins d'un tiers d'administrateurs qualifiés d'indépendants au sein du comité d'audit, et 15 % n'en comptent aucun.

Le comité des rémunérations propose systématiquement la rémunération du président. En revanche, sa compétence est hétérogène pour les autres membres (directeurs généraux ou membres du directoire). Les modalités de rémunération tendent vers un système de partie fixe assortie d'une partie variable sans mention de leur pondération respective. La diffusion des travaux de ce comité et leur formalisation sont limitées.

Le comité des nominations est le plus souvent regroupé avec le comité des rémunérations, et ce d'autant plus que la taille de la société diminue. La direction générale y est souvent présente. La diffusion de ses travaux est également limitée.

La communication des sociétés sur leur conception du gouvernement d'entreprise est en voie d'amélioration, par le biais du rapport annuel, mais demeure inégale et partielle. Elle mentionne généralement les fonctions et mandats des dirigeants et administrateurs, ainsi que la pratique en matière de cumul de mandats et de mandats croisés.

La définition des administrateurs " indépendants " n'est pas encore normalisée : l'absence de liens contractuels est devenue un critère commun à l'ensemble des sociétés. D'une manière générale, elle tend à prendre en considération, outre l'indépendance à l'égard de la direction générale et des actionnaires de référence, l'indépendance à l'égard des principaux partenaires financiers ou commerciaux.

2 - Le rôle des autorités boursières

La mise en œuvre du gouvernement d'entreprise peut reposer sur une base légale ou réglementaire et revêtir un caractère obligatoire. Elle repose le plus souvent sur des recommandations formulées par les professionnels dans le cadre d'une approche d'autorégulation. Les autorités boursières ont aussi un rôle actif à jouer dans la transparence du dispositif selon les pays.

a - L'approche législative

Le gouvernement d'entreprise est devenu une obligation légale ou réglementaire dans plusieurs pays et notamment en Allemagne, en Italie ou en Suède. Ainsi, en Allemagne, la loi *KonTraG* de mai 1998 relative au contrôle et à la transparence dans l'entreprise ainsi que celle sur les sociétés constituent les fondements du gouvernement d'entreprise. La structure de conseil à deux niveaux assure de fait une séparation des pouvoirs, prévenant la présence d'administrateurs exécutifs au conseil. En Italie et en Suède, ce sont respectivement le décret *Draghi* (février 1998) et la loi sur les sociétés (janvier 1999) qui définissent les bases du gouvernement d'entreprise.

b - L'approche par la régulation

Les États-Unis et le Royaume-Uni bénéficient de l'antériorité de la réflexion sur le *corporate governance* au travers de la rédaction de codes de bonne conduite ou de rapports constituant les fondements de la pratique en ce domaine.

Aux États-Unis, la SEC a contribué activement à la mise en œuvre des principes de gouvernement d'entreprise en les transposant dans la réglementation. Le *New York Stock Exchange* (NYSE) et la *National Association of Securities Dealers* (NASD) ont relayé ces dispositions. Par voie de conséquence, les comités spécialisés, la transparence et l'individualisation des rémunérations des dirigeants constituent une pratique généralisée.

Au Royaume-Uni, le gouvernement d'entreprise se caractérise notamment par un fort taux de création de comités, une distinction généralisée des fonctions de président et de directeur général, la qualité de la transparence de l'information diffusée auprès des actionnaires en matière de *corporate governance*. L'application des différentes recommandations (Cadbury, Greenbury, Hampel) demeure facultative. Néanmoins, le *London Stock Exchange* impose aux sociétés cotées d'exposer dans leur rapport annuel dans quelle mesure les sociétés appliquent ces recommandations.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'intervention des autorités boursières a favorisé l'autorégulation de la pratique du gouvernement d'entreprise, en faisant peser sur les sociétés cotées une contrainte de transparence.

c - L'intervention actuelle de la Commission

En France, l'application du gouvernement d'entreprise par les sociétés cotées demeure du domaine de la recommandation.

Dès 1993, le rapport du groupe de travail de M. Yves Le Portz⁽¹²⁾, sur la déontologie des commissaires aux comptes dans les sociétés qui font appel public à l'épargne, recommandait spécifiquement l'institution d'un comité d'audit. En 1995, la COB a soutenu le premier rapport Viénot en appuyant la mise en œuvre de ses recommandations.

La COB, par le biais d'une instruction, demande aux sociétés cotées sur le Premier et le Second marchés une information sur le fonctionnement des organes d'administration, de direction et de surveillance, notamment : le nombre de réunions au cours du dernier exercice clos, les dispositions particulières concernant les administrateurs (charte, règlement intérieur,...), les comités constitués en indiquant pour chacun son appellation, l'identité de ses membres, ses principales missions, les rémunérations et avantages attribués aux membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance et indiqués de façon globale pour chaque catégorie.

3 - Le rapport Viénot II

Le rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise, présidé par M. Marc Viénot, publié en juillet 1999 à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF permet de prolonger la réflexion française sur le gouvernement d'entreprise. Les nouvelles recommandations, soit 35 au total, s'ajoutent à celles du premier rapport Viénot consacrées principalement aux missions et fonctionnement du conseil d'administration. Deux nouveaux thèmes y sont traités : la dissociation des fonctions de président et de directeur général et la publicité des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées.

■ Dissociation des fonctions de président et de directeur général

Le rapport offre le choix entre le " cumul " ou la " dissociation " des fonctions de président et de directeur général au sein des sociétés anonymes à conseil d'administration, sous réserve que :

▲ la clé de répartition des pouvoirs et attributions entre conseil d'administration et président-directeur général (option " cumul ") ou conseil d'administration et directeur général exécutif (option " dissociation ") soit clairement explicitée dans le " règlement intérieur du conseil " qui devrait pouvoir être annexé aux statuts ou communicable aux tiers ;

▲ les motivations de ce choix soient exposées dans le rapport annuel.

Le rapport s'est exprimé en faveur de l'introduction en droit français de cette option et de son caractère réversible.

■ Publicité des rémunérations des dirigeants et des plans d'options des sociétés cotées

Le rapport préconise qu'un chapitre du rapport annuel de la société, établi en liaison avec le comité des rémunérations, expose : la politique de détermination des rémunérations des " dirigeants formant l'équipe de direction générale " et ses différentes modalités, le montant " global " des rémunérations de toute nature de ces dirigeants ventilé entre partie fixe et variable, le montant global et individuel des jetons de présence versés aux administrateurs, leur clé de répartition, les règles de perception des jetons de présence alloués à la direction générale. Par ailleurs, en cas d'attribution d'options, le rapport annuel doit décrire la politique d'attribution des options, leur nature et leurs bénéficiaires.

(12) Document COB/CNCC, juillet 1993.

■ Fonctionnement du conseil d'administration et de ses administrateurs

Le rapport réaffirme son attachement à la charte de l'administrateur et recommande une information dans le rapport annuel relative : au réexamen des conditions de fonctionnement du conseil et au nombre annuel de séances, aux dates de début et d'expiration des mandats de chaque administrateur, aux grandes lignes du curriculum vitae des administrateurs nouveaux ou renouvelés, aux nombres d'actions détenues par chaque administrateur. En matière de cumul des mandats, un administrateur exerçant des fonctions exécutives dans une société cotée doit limiter à cinq au plus le nombre de mandats d'administrateurs exercés pour le compte de sociétés cotées extérieures au groupe.

La définition de l'administrateur " indépendant " est modifiée au profit de la rédaction suivante : " un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ". L'administrateur indépendant est ainsi " non exécutif " et dépourvu de liens avec la société ou son groupe, c'est-à-dire d'après le rapport Viénot II, " actionnaire significatif, salarié, autre ". Les administrateurs indépendants doivent être identifiés dans le rapport annuel et représentés quantitativement à hauteur d'un tiers respectivement dans le conseil d'administration et dans le comité d'audit, et être majoritaires dans le comité des rémunérations.

■ Fonctionnement des comités

Les comités peuvent solliciter des études techniques externes, prendre contact avec les dirigeants, après information du conseil d'administration et/ou du président. S'agissant du comité d'audit ou des comptes, deux tâches particulières sont soulignées : le contrôle de l'indépendance des commissaires aux comptes, le choix du référentiel de la consolidation des comptes qui doivent donner lieu à une information annuelle à l'attention du conseil d'administration.

■ Application des recommandations

Le rapport Viénot II représente une avancée significative en matière de transparence du système de gouvernement d'entreprise mis en œuvre par une société cotée. Il préconise qu'il soit fait mention dans le rapport annuel des sociétés de l'application des recommandations des rapports Viénot I et II, et des raisons pour lesquelles certaines n'auraient pas été mises en œuvre.

4 - Le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques

Le Gouvernement a déposé au Parlement un projet de loi sur les nouvelles régulations économiques. Ce texte comporte une partie consacrée à la " régulation de l'entreprise " qui vise à promouvoir un fonctionnement plus équilibré et plus transparent des organes dirigeants des entreprises françaises à travers quatre grandes orientations :

- assurer un meilleur équilibre des pouvoirs entre les organes dirigeants : la clarification de la mission du conseil d'administration, par rapport aux responsabilités de gestion, conduit à mieux distinguer les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général dans les sociétés anonymes. L'accent mis sur les pouvoirs de contrôle des instances collégiales passe par une limitation plus forte du cumul des mandats d'administrateur ou de membre d'un conseil de surveillance ;
- doter les sociétés d'un fonctionnement plus transparent par l'information de l'assemblée générale sur les rémunérations des mandataires sociaux et l'extension du champ des conventions réglementées ;

- renforcer les pouvoirs des actionnaires minoritaires : le seuil permettant aux actionnaires d'exercer certains droits essentiels est abaissé de 10 % à 5 %. Le champ de l'expertise de gestion est sous certaines conditions étendu à l'ensemble des filiales du groupe ;
- faciliter l'utilisation des nouvelles technologies dans les sociétés : la faculté de recourir au vote électronique devrait être susceptible d'accroître la participation des actionnaires minoritaires aux assemblées générales tandis que la visio-conférence pourrait permettre d'assurer la participation effective de tous les administrateurs aux conseils.

D - LA " CRÉATION DE VALEUR ACTIONNAIRIALE "

Le conseil scientifique⁽¹³⁾ de la Commission a étudié, en 1999, l'origine et les conséquences du développement de l'approche par la " création de valeur " dans la gestion des sociétés cotées.

L'importance accordée à la " création de valeur " dans la définition des stratégies d'entreprise ainsi que dans l'évaluation de leur performance consacre la place de l'actionnaire dans les systèmes économiques et sociaux contemporains.

Les causes d'ordre économique de l'accroissement du poids relatif du capital sont nombreuses : taux d'intérêt réels élevés depuis la fin des années 1970, concurrence entre emprunteurs publics et entreprises sur le marché des ressources financières, émergence de nouvelles zones géographiques ainsi que de nouvelles technologies dans les pays avancés qui contribuent à élever les exigences de rentabilité du capital.

D'autres raisons sont de nature organisationnelle ou stratégique et sont liées à une déception du modèle congloméral peu efficace en termes de rentabilité du capital investi et qui appelle un recentrage sur quelques activités de base.

Une autre série d'explications tient à la nature de l'actionnariat. Traditionnellement, le capital des entreprises françaises cotées était composé d'actionnaires individuels stables mais atomisés et au comportement peu actif, ainsi que d'institutionnels français et de participations d'autres sociétés.

Trois éléments sont venus modifier ce schéma :

- les produits d'épargne collective connaissent depuis 20 ans un développement constant ;
- les non-résidents ont vu leur poids s'accroître considérablement dans la période récente ;
- enfin, on assiste depuis la publication en 1995 du rapport Viénot sur le gouvernement d'entreprise à un processus continu de débouclage des participations croisées qui a contribué à recentrer les actifs des entreprises.

Les actionnaires devraient donc constituer un élément important de la stratégie des dirigeants de l'entreprise dont les nouveaux critères d'évaluation pourraient être résumés ainsi :

- chercher à maximiser le *cash-flow* à court comme à long terme ;
- n'investir le *cash-flow* dégagé que dans des projets dont la rentabilité est supérieure au coût pondéré des capitaux engagés, de manière à augmenter les flux futurs actualisés et donc la valeur du titre ;

(13) Voir annexe IX, liste des membres du conseil scientifique.

- si tel n'est pas le cas, redistribuer le *cash-flow* aux actionnaires sous forme de dividendes ou de rachat d'actions.

Le succès des techniques de mesure de la " création de valeur actionnariale " ou, en prospective, du potentiel de " création de valeur actionnariale " a engendré un recours fréquent à ces concepts, non seulement de la part des analystes, gestionnaires ou émetteurs, mais aussi dans la presse financière qui multiplie les classements d'entreprise en fonction de la valeur créée ou à créer. A cet égard, la relative nouveauté des concepts utilisés ne permet pas encore une grande homogénéité des méthodes. Il serait souhaitable que l'ensemble des acteurs concernés puisse, à défaut d'un processus de normalisation, par une concertation en définir les règles d'emploi.

Les sociétés cotées utilisent, de plus en plus fréquemment, des indicateurs de performance financière dérivés notamment du concept de " valeur actionnariale ". Il apparaît, cependant, que la définition et la composition de ces indicateurs n'ont pas toujours la transparence et la rigueur requises, ce qui peut en rendre l'interprétation et la comparaison délicates.

L'action permanente de la Commission en matière de transparence des émetteurs relève du souci de s'assurer que la qualité de l'information diffusée aux épargnants soit la meilleure possible afin qu'ils disposent dans les meilleurs délais des éléments leur permettant d'apprécier les perspectives d'évaluation des titres.

À ce titre, la Commission se propose de clarifier, en liaison avec les professionnels compétents, les conditions dans lesquelles l'information financière utilise ces ratios de gestion.

E - L'INFORMATION FINANCIÈRE EN CAS DE DIFFICULTÉS DE L'ÉMETTEUR

Plusieurs exemples d'information tardive du public en cas de difficultés d'une société cotée ou faisant appel public à l'épargne ont conduit la Commission à se rapprocher des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires.

À l'issue d'une réunion, au printemps 1999, avec le Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises, le Conseil a élaboré un projet de recommandation à destination des professionnels concernés. Ce texte vise à attirer l'attention de ces derniers sur les obligations d'information attachées au statut particulier de ces sociétés, et les modalités de leur articulation avec les règles particulières régissant le mandat *ad hoc*, le règlement amiable, le redressement et la liquidation judiciaires.

Après concertation avec la Commission et la Chancellerie, le Président du Conseil a adressé à l'ensemble de ses confrères, le 1er février 2000, une " notice d'information sur l'incidence des procédures de prévention, de redressement et de liquidation judiciaires sur la réglementation boursière ".

Observant que la mise en œuvre simultanée du droit boursier et du droit des procédures collectives se révèle délicate, la recommandation procède, tout d'abord, à une présentation générale des règles du droit boursier, mettant l'accent sur les missions de la Commission, et rappelle les règles relatives à l'information du public ainsi que les risques spécifiques attachés à la situation d'initié des mandataires.

Examinant ensuite les règles de secret, ou à tout le moins de confidentialité, en matière de procédures de prévention, la recommandation préconise que la Commission soit informée de leur existence. Elle rappelle que le règlement n° 98-07 prévoit, en tout état de cause, que l'émetteur " peut prendre la responsabilité de décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité ".

La recommandation traite enfin de l'information à organiser en période de redressement et de liquidation judiciaires. Aucune disposition de la loi du 25 janvier 1985, relative aux redressement et liquidation judiciaires des entreprises, ne prévoyant la confidentialité de ces procédures, elle rappelle aux mandataires qu'il leur revient, dès lors que l'ouverture de la procédure ou toute autre étape ultérieure est susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre concerné, de procéder à l'information du public.

La Commission salue cette initiative qui marque sans ambiguïté la volonté des professionnels concernés de prendre en compte les exigences particulières attachées à la diffusion des titres dans le public. Elle souhaite que les délais d'information soient les plus rapprochés possibles, et examine les conditions d'une coopération en ce sens avec les tribunaux de commerce.

III - Les questions comptables

A - L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE FRANÇAISE

L'année 1999 a vu l'émergence d'un référentiel comptable modernisé. Les travaux du Conseil national de la comptabilité (CNC) se sont poursuivis activement et le Comité de la réglementation comptable (CRC) a adopté neuf règlements au cours de l'année, dont plusieurs concernent particulièrement les sociétés faisant appel public à l'épargne.

1 - Sociétés industrielles et commerciales

Le règlement du CRC n° 99-03 " à droit constant ", relatif à la réécriture du plan comptable général, constitue une première étape de mise à jour du texte, qui intègre ainsi les avis du Conseil national de la comptabilité publiés depuis décembre 1986 et ceux du Comité d'urgence. La nouvelle structure adoptée est également destinée à faciliter l'intégration de la réglementation à venir dans l'ordre juridique français.

L'adoption du règlement du CRC n° 99-02 relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et des entreprises publiques a pour objectif d'améliorer le contenu de la méthodologie française et de l'amener à un niveau de qualité comparable à celui des règles internationales.

Dans cette nouvelle méthodologie, la règle générale de traitement des opérations d'acquisition est la comptabilisation des titres acquis à la juste valeur de la contrepartie remise au vendeur par l'acquéreur. Une méthode dérogatoire est définie, sous certaines conditions, dans le paragraphe 215 de l'annexe à ce règlement, permettant d'ajouter ou de retrancher des capitaux propres, selon le cas, le montant de l'écart entre le coût d'acquisition des titres et la valeur comptable des actifs et passifs de l'entreprise acquise représentant les écarts d'évaluation et l'écart d'acquisition.

Les opérations de rapprochement initiées au cours de l'année ont amené la Commission à saisir le Comité d'urgence du CNC d'une demande d'interprétation des conditions prévues pour l'application de la méthode dérogatoire, ce qui a donné lieu à la publication de l'avis n° 99 B1⁽¹⁴⁾.

En outre, les travaux relatifs à cette méthode dérogatoire se poursuivent au sein du CNC dont l'assemblée plénière a adopté, en décembre 1999, l'avis n° 99-14 relatif à des propositions de complément au règlement n° 99-02. Il s'agirait d'y intégrer une disposition de l'avis du Comité d'urgence relatif au paragraphe 215, ayant trait à la comptabilisation en résultat de la correction comptable nécessaire en cas de non respect de la substance de l'opération, au cours de la période de deux ans consécutive à la prise de contrôle. Il est également proposé d'étendre, en l'adaptant, la méthode dérogatoire aux opérations aboutissant au contrôle conjoint d'une entreprise.

2 - Établissements de crédit

Le règlement du CRC n° 99-07 relatif aux règles de consolidation des entreprises relevant du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF) a également été publié. Sa structure est identique à celle du règlement n° 99-02 mais le contenu a été adapté pour tenir compte des spécificités bancaires.

Les documents de synthèse des établissements de crédit et le contenu réglementaire de l'annexe seront modifiés au cours de l'année 2000.

(14) Avis commenté dans le Bulletin mensuel COB, n° 342 de janvier 2000.

Le CRC a également adopté le règlement n°99-04 qui modifie le règlement n° 91-01 du CRBF relatif à l'établissement et à la publication des comptes individuels annuels des établissements de crédit. Il intègre les informations relatives aux risques de marché et aux résultats sectoriels des activités bancaires qui avaient fait l'objet de l'avis du CNC n° 98-05 en 1998.

D'autres travaux sont en cours pour adapter aux établissements de crédit l'avis du Comité d'urgence n° 98 D relatif au traitement comptable des actions propres⁽¹⁵⁾. Le texte récemment élaboré par la section compétente du CNC ne sera applicable sur le plan réglementaire que dans le courant de l'année 2000. Pour comptabiliser les programmes de rachat d'actions mis en place dans le courant de l'année 1999, la COB et la Commission bancaire ont recommandé aux établissements de retenir, au 31 décembre 1999, les règles de comptabilisation définies par l'avis n° 98 D afin que le traitement comptable soit homogène pour les établissements concernés.

3 - Sociétés d'assurance

Le texte de la nouvelle méthodologie de consolidation applicable aux sociétés d'assurance est en cours d'élaboration et devrait être présenté à l'assemblée plénière du CNC au cours du 1er semestre 2000.

4 - Opérations de fusion

Compte tenu des questions régulièrement posées concernant les règles de comptabilisation des opérations de fusion impliquant des sociétés cotées, la Commission est satisfaite de l'initiative prise par le CNC de créer un groupe de travail ayant pour objectif de définir les règles dans ce domaine, tant dans les comptes individuels que consolidés.

5 - Contrats à long terme

Le CRC a adopté le règlement n° 99-08 modifiant les dispositions du plan comptable général relatives au traitement comptable des contrats à long terme. Ce texte réaffirme le caractère préférentiel de la méthode de dégageant des résultats à l'avancement, explicite ses modalités d'application et précise les dispositions relatives à la mise en œuvre des changements de méthodes comptables en ce domaine.

6 - Mise en œuvre des changements de méthodes comptables

Par homogénéité avec les dispositions retenues pour les contrats à long terme, le règlement n° 99-09 du CRC a modifié le plan comptable général concernant l'inscription en immobilisations incorporelles des frais de recherche appliquée et de développement, constitutive d'un changement de méthode : celle-ci "ne peut s'appliquer que de manière prospective, c'est-à-dire aux frais encourus à compter de l'exercice du changement tant pour les anciens que pour les nouveaux projets". En outre, le contenu de l'information à communiquer dans l'annexe a été précisé selon que l'application est rétrospective ou prospective.

7 - Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Le règlement du CRC n° 99-06 du 23 juin 1999 relatif aux dispositions comptables applicables aux sociétés civiles de placement immobilier⁽¹⁶⁾ (SCPI) prévoit l'établissement et la publication, par ces sociétés, d'un "état du patrimoine" regroupant un bilan et une estimation des différents actifs à la valeur de marché, complété par un tableau d'analyse de la variation des capitaux propres.

(15) Texte commenté dans le Bulletin mensuel COB, n° 332 de février 1999.

(16) Journal officiel du 30 décembre 1999.

L'annexe aux comptes annuels comportera un tableau récapitulatif des placements immobiliers par nature de biens immobiliers et un inventaire détaillé de ces placements.

Le présent règlement s'applique aux comptes des exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2000. Toutefois, les SCPI peuvent appliquer ce règlement aux exercices ouverts au moment de sa publication.

8 - Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

L'actualité en matière de comptabilité des OPCVM consiste en :

- la cinquième mise à jour du plan comptable des OPCVM, actuellement en cours d'examen par le CNC. Elle fera l'objet d'un règlement adopté par le CRC ;
- la définition d'une convention type d'échange d'informations entre les commissaires aux comptes des OPCVM maîtres et nourriciers, pour répondre à la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 qui prévoit que " les commissaires aux comptes de ces OPCVM échangent les informations rendues nécessaires pour l'accomplissement de leur mission respective ", et au règlement n° 89-01 de la Commission qui précise que cet échange doit se faire par l'établissement d'une convention. Ces travaux sont en cours au sein de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

Les travaux ainsi réalisés, et ceux qui se poursuivent, contribuent à la réduction du nombre d'options ouvertes par les textes et à la précision du référentiel comptable, avec comme objectif l'amélioration de la qualité de l'information du marché.

B - L'AMÉLIORATION DE LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE ET FINANCIÈRE

1 - Les informations à publier lors de l'arrêté des comptes de l'exercice 1999

Comme à la fin de l'année 1998, la Commission a mis l'accent sur un certain nombre de thèmes d'actualité qui doivent faire l'objet d'une vigilance particulière à la clôture de l'exercice 1999⁽¹⁷⁾ :

- une option claire pour le référentiel de consolidation retenu pour les comptes de l'exercice 1999 ;
- les modalités de référence aux normes de l'IASC (*International Accounting Standards Committee*) ou aux principes américains (US GAAP) ;
- les conditions d'établissement de comptes proforma afin de rétablir la comparabilité des données financières ;
- le traitement comptable des actions propres ;
- l'information sur les risques ;
- la clarification des soldes intermédiaires de gestion et des autres indicateurs financiers utilisés ;
- un rappel sur la communication en francs et en euros au cours de la période transitoire.

(17) Bulletin mensuel COB, n° 341 décembre 1999.

2 - La recommandation de la Commission bancaire et de la Commission sur les risques de crédit

Les événements survenus en 1997 et 1998 (crises financières subies par les marchés émergents, perspectives de défaillance du *hedge fund* LTCM) ont suscité de nombreuses questions sur l'exposition des établissements de crédit français et entraîné d'importantes baisses des capitalisations boursières. Ils ont révélé l'importance de la publication d'une information financière précise suivie dans le temps sur les risques de crédit.

La Commission et la Commission bancaire ont travaillé, en 1999, avec les représentants de la profession bancaire (AFECEI) sur le thème des risques de crédit afin d'améliorer l'information financière communiquée à ce titre par les établissements de crédit, notamment par ceux ayant des titres de créance ou de capital admis sur un marché réglementé.

Ces travaux ont donné lieu à une recommandation émise en janvier 2000⁽¹⁸⁾. Les établissements ont été incités à l'appliquer lors de la publication des informations financières relatives à l'exercice 1999.

Les principales informations portent sur la ventilation des encours par secteurs économiques, par grandes catégories de contreparties et par zones géographiques. Les créances douteuses et les provisions seront ventilées selon l'un de ces critères, le plus souvent les zones géographiques, et, le cas échéant, de façon complémentaire sur la base d'autres critères sélectionnés en fonction de la conjoncture économique et de la spécificité de l'activité des établissements. Pour les opérations de marché, l'information sur les risques de contrepartie est prévue par le règlement du CRC n° 99-04.

La Commission bancaire (CB) et la Commission des opérations de bourse (COB) ont travaillé en 1999, en étroite collaboration avec les représentants de la profession bancaire, représentés par l'AFECEI, sur le thème du "risque de crédit" afin d'améliorer l'information financière communiquée à ce titre par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement français, et notamment par ceux ayant des titres de créance ou de capital admis sur un marché réglementé.

Le groupe constitué à cet effet avait pour objectifs :

- d'identifier les meilleures pratiques au niveau international en matière d'information financière par les banques (approche " *benchmarking* ");
- de formuler des recommandations en matière d'information financière, qui, reflétant un consensus de place, seraient entérinées par les régulateurs et relayées par les instances professionnelles à l'usage de leurs membres ;
- d'organiser ainsi un cadre homogène de communication financière sur un thème jugé sensible.

Les propositions présentées ci-après - qui correspondent aux conclusions du groupe de travail - recourent les recommandations formulées dans le projet de document que le Comité de Bâle doit publier prochainement " *Best practices for Credit Risk Disclosure* ", portant respectivement sur la ventilation des encours par secteurs, par grandes catégories de contreparties, par zones géographiques et sur la ventilation des provisions, selon l'un des critères retenus pour les encours complétés, le cas échéant, par une ventilation fondée sur d'autres critères lorsque la conjoncture ou la spécificité des établissements le justifient.

(18) Bulletin mensuel COB, n° 342 janvier 2000.

Ces propositions, pourront être, le cas échéant, complétées au vu des travaux conduits par les différentes instances internationales compétentes en la matière.

Ces recommandations pourront parallèlement être transmises au Conseil national de la comptabilité afin d'être intégrées aux travaux engagés par cette instance sur le risque de crédit.

Dans l'attente de la publication d'un avis (ou d'une recommandation) par le CNC et ultérieurement d'un règlement du CRC, la COB et la CB souhaitent que les établissements développent l'information sur ce thème à l'occasion de la publication de leurs comptes pour l'exercice 1999.

1 - Informations relatives aux risques de crédit (hors opérations de marché figurant en hors bilan)

1.1 - Modalités générales

a - Assiette du risque de crédit

Le champ de cette recommandation recouvre l'ensemble des domaines dans lesquels un risque de crédit est susceptible d'être encouru. L'ensemble des supports du bilan et du hors bilan est concerné (prêts, titres, équivalent risque crédit du hors bilan, hors opérations de marchés visées par ailleurs).

b - Détermination des encours à ventiler

Encours bruts

La communication des informations sur les encours en fonction des différents critères de segmentation se fera sur une base brute (avant garanties éventuelles et provisions), jugée la plus représentative de l'activité des établissements.

Toutefois, des informations complémentaires sur les garanties peuvent utilement être apportées, en précisant la définition des garanties prises en compte.

Encours déterminés en fin de période

La communication privilégiera les encours correspondant au bilan ou à la situation intermédiaire de l'exercice.

Encours consolidés

Pour la plupart des établissements, la communication financière s'effectuant sur base consolidée, la communication sur le risque de crédit devra être homogène avec cette présentation.

c - Permanence de la présentation

Les modalités de segmentation et de regroupements devront être précisées par les établissements ainsi que les modifications éventuelles d'un exercice ou d'une période à l'autre. En particulier, des changements significatifs de périmètre sont susceptibles de nécessiter le recours à une information retraitée (" proforma ") pour les besoins de la comparaison avec les éléments de la période précédente.

d - Rapprochement des données de gestion et de la comptabilité

Pour certains établissements, les systèmes d'information actuels ne permettent pas d'obtenir directement de la comptabilité les données sur la ventilation sectorielle des crédits. En outre, les systèmes ne sont pas comparables entre établissements.

Certaines informations pourront cependant être obtenues à court terme à partir des données de gestion, si les informations de comptabilité générale nécessaires n'étaient pas disponibles. Dans cette hypothèse, toutefois, ceci devrait être indiqué dans l'information communiquée aux tiers et les établissements concernés devraient prendre les mesures de nature à remédier à terme à cette lacune.

Le rapprochement entre les données de gestion et la comptabilité est, en effet, important puisqu'il donne une sécurité sur la production des informations. Il sera donc nécessaire de disposer d'une réconciliation entre comptabilité et données de gestion à un niveau d'agrégation adéquat pour la sincérité des comptes. En particulier, il convient que le raccordement soit possible tant en ce qui concerne la ventilation des encours que celle des provisions.

e - Répartition des informations entre annexe et rapport de gestion

Comme cela a été prévu par le CNC pour les informations relatives aux risques de marché, un choix possible consisterait à déterminer la présentation des informations en fonction de leur contenu : quantitatives dans l'annexe, qualitatives dans le rapport de gestion.

Toutefois, à court terme, la ventilation entre rapport de gestion et annexe pourra être effectuée en fonction de leur provenance (informations de gestion ou comptabilité générale) afin de tenir compte de leur degré de précision qui est déterminante quant au contrôle externe susceptible d'être exercé par les commissaires aux comptes (audit ou contrôle de sincérité).

1.2 - Segmentations prévues

a - Ventilation des encours par secteur économique

Il convient d'effectuer une ventilation des encours de crédit par secteur économique, qui peut être effectuée par code APE ou par regroupements de codes APE, ou par référence à des classifications équivalentes à l'étranger, lorsqu'elles existent, à partir d'un montant significatif par établissement. Un " seuil de significativité " est à définir, qui, appliqué au total des encours domestiques et des encours internationaux, pourrait correspondre, à titre indicatif, à 5 % de ce total.

Les encours domestiques, représentant généralement le marché le plus important pour les établissements, feront l'objet d'une distinction plus fine.

Il est rappelé que la ventilation des encours par secteur et son degré de détail dépendent de l'activité de chaque établissement.

b - Ventilation des encours par grandes catégories de contreparties

Il convient d'effectuer une ventilation des encours par grandes catégories de contreparties, qui pourra être présentée selon les sept ensembles suivants :

- 1) administrations centrales et banques centrales (y compris organismes supranationaux)
- 2) interbancaire
- 3) autres institutions financières
- 4) collectivités locales
- 5) entreprises
- 6) professionnels
- 7) particuliers

Si la distinction entre les particuliers et professionnels n'apparaît pas pertinente, elle ne sera pas fournie.

En outre, un indicateur de concentration devra être indiqué à l'intérieur de chacune de ces catégories, défini comme la part totalisée par les dix premiers clients, lorsque celle-ci dépasse un seuil significatif qui, à titre indicatif, pourrait être de 10 %.

c - Ventilation géographique des encours

La ventilation s'effectuera selon neuf zones définies de la façon suivante :

- 1) France
- 2) Autres pays de l'Espace économique européen
- 3) Autres pays d'Europe
- 4) Amérique du Nord
- 5) Amérique Latine (y compris Amérique Centrale)
- 6) Afrique-Moyen Orient
- 7) Japon
- 8) Asie (hors Japon) et Océanie
- 9) Non ventilés et organismes internationaux

Il est précisé que l'appartenance d'un encours à une zone géographique sera déterminée par la nationalité du débiteur. Chaque établissement pourra donner des informations ventilées plus finement (par pays notamment) en fonction du caractère significatif de l'information.

d - Ventilation des encours par notation interne

Les travaux prévus au niveau du Comité de Bâle pourraient amener à déterminer une approche standardisée sur les systèmes de notation interne des établissements. Dans ces conditions, le groupe de travail a décidé d'attendre l'avancement de ces travaux pour formuler une recommandation sur ce sujet.

e - Ventilation des encours par notation interne

La communication portera sur les créances douteuses et les provisions ventilées selon l'un des critères retenus pour les encours, le plus souvent les zones géographiques. Une ventilation complémentaire, sur la base des secteurs économiques ou des contreparties, sera fournie en fonction de la conjoncture économique et de la spécificité de l'activité des établissements. Cette ventilation secondaire pourra être partielle et adaptée à un objectif d'information ciblée.

En outre, la part des provisions générales afférentes au risque de crédit sera communiquée.

Un tableau de variation des provisions sur l'année (distinguant les dotations brutes, les reprises de provisions et les effets dus aux variations du périmètre de consolidation) devra être publié dans l'annexe.

2 - Opérations de marché figurant en hors bilan

Pour les opérations de marché figurant en hors bilan, la ventilation des équivalents-risques de crédit est prévue dans le règlement CRBF n°91-01 modifié par le règlement CRC n° 99-04.

Dans l'immédiat, la ventilation sera faite, par priorité, par type de contrepartie. A terme, celle-ci pourra être effectuée par notation interne ou externe, en fonction de l'avancement des travaux relatifs à la réforme du ratio de solvabilité, menés sous l'égide du Comité de Bâle.

3 - Les recommandations du Conseil national de la comptabilité et de la Commission sur les comptes intermédiaires

En mars 1999, le CNC a adopté la recommandation n° 99 R 01 relative aux modes d'établissement et de présentation des comptes intermédiaires, qui prévoit la préparation d'un jeu complet de comptes identiques à ceux établis pour un arrêté annuel (bilan, compte de résultats, tableau des flux et notes annexes). Ceux-ci doivent être établis sur la base de principes précis de comptabilisation, d'évaluation et de présentation, identiques aux principes servant à l'arrêté des comptes annuels, sous réserve des aménagements méthodologiques nécessaires pour tenir compte du caractère spécifique d'une situation intermédiaire.

Cette recommandation constitue un facteur de progrès important pour la qualité de l'information financière publiée en cours d'exercice. La Commission a, dans le prolongement de ce texte, adopté une recommandation n° 99-02, en mai 1999⁽¹⁹⁾, prévoyant une application immédiate du texte de la recommandation du CNC aux sociétés dont les actions appartiennent à l'indice SBF 120 et engagé les autres sociétés à s'y conformer au plus tard au premier semestre 2001.

Les sociétés figurant dans l'indice SBF 120 ont, en majorité, effectué leurs publications semestrielles au 30 juin 1999 selon la recommandation du CNC.

L'apport de cette dernière recommandation consiste à substituer au seul tableau d'activité et de résultats semestriels un jeu de comptes complet, améliorant ainsi l'information sur les états financiers et leur comparabilité. Il convient de rappeler que le rapport d'activité, prévu par l'article 340 de la loi du 24 juillet 1966, doit toujours être publié par les sociétés commerciales. Il est d'ailleurs souhaitable qu'il soit complété pour commenter le bilan désormais systématiquement présenté. L'ensemble de ces états financiers doit faire l'objet de l'attestation d'examen limité des commissaires aux comptes prévue par la loi, conformément aux normes de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC).

C - LE RAPPORT SUR L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE

M. Georges Barthès de Ruyter, membre de la Commission, a rendu public, le 3 février 2000, le rapport du groupe⁽²⁰⁾ qu'il a présidé sur l'expertise immobilière du patrimoine des sociétés faisant appel public à l'épargne, en aboutissement de la mission de réflexion qui lui avait été confiée, en janvier 1999, par le Président de la Commission.

Les évolutions contrastées du marché immobilier au cours de la décennie écoulée, l'adoption en juin 1999 de la loi portant réforme des sociétés de crédit foncier, les récents textes comptables relatifs aux SCPI, ainsi que l'accord sur le contenu d'une future norme de l'IASC (*Investment property*), ont renforcé le besoin d'une définition précise et homogène des méthodes d'évaluation immobilière.

Le groupe de travail s'est attaché à préciser la nature des principales interventions effectuées par les experts, ainsi que les définitions des valeurs à retenir pour les évaluations d'immeubles. Il a également analysé les différentes méthodes pratiquées par l'ensemble de la profession pour ne retenir que les plus pertinentes.

Afin de garantir la bonne exécution des missions confiées aux experts, il a par ailleurs établi les diligences minimales qu'ils devront accomplir et les modalités de présentation de leur rapport.

Enfin, le groupe de travail s'est penché sur les améliorations qu'il conviendrait d'apporter en matière de contrôle de qualité auquel seraient soumis les experts, et sur les principes de déontologie destinés à éviter les conflits d'intérêts qui pourraient survenir dans le cadre de l'exercice de la profession d'expert immobilier.

(19) Bulletin mensuel COB, n° 335 de mai 1999.

(20) Rapport disponible sur le site Internet de la COB (www.cob.fr).

Il est rappelé que, pour les SCPI, la réglementation a instauré l'obligation de faire expertiser leur patrimoine à la valeur vénale par un expert indépendant dont la nomination est acceptée par la Commission. La Commission a décidé qu'elle acceptera les seuls experts qui se conformeront aux préconisations du rapport.

S'agissant des autres sociétés immobilières qui font publiquement appel à l'épargne, elles ont de plus en plus fréquemment recours à des experts immobiliers pour l'évaluation des immeubles qu'elles détiennent, à l'occasion d'opérations d'appel au marché ou lors de l'arrêté de leurs comptes annuels. La Commission les encourage à recourir à des experts indépendants, ce qui va dans le sens d'une amélioration de la fiabilité de l'information financière et comptable.

Soucieuse de la bonne information des actionnaires et des porteurs de parts, elle a recommandé à l'ensemble des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne et aux experts immobiliers intervenant auprès de ces sociétés, de se référer au rapport du groupe de travail sur l'expertise immobilière. Ces sociétés devront indiquer, dans l'annexe de leurs comptes, les méthodes d'évaluation retenues et, le cas échéant, les raisons ayant conduit à ne pas respecter les préconisations du rapport.

D - LE CONTRÔLE DE LA FIABILITÉ DES COMPTES

1 - Les travaux du Comité de déontologie et de l'indépendance (CDI)

La création de ce comité figurait au rang des recommandations les plus importantes du rapport⁽²¹⁾ du groupe de travail conjoint à la COB et à la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), présidé par M. Yves Le Portz, et approuvé en décembre 1997 par la Commission.

Après consultation de leurs instances respectives, les présidents de la CNCC et de la Commission ont signé, le 2 février 1999, un accord-cadre créant un Comité de déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne.

Le CDI a pour mission de faciliter l'exercice, par la CNCC et par la Commission, des responsabilités qui sont les leurs en matière d'indépendance et d'objectivité des conclusions des commissaires aux comptes des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

À cet effet, il suivra la mise en œuvre des textes professionnels relatifs à l'indépendance et à l'objectivité de ces commissaires aux comptes, et des recommandations formulées par le groupe de travail en décembre 1997.

Le Comité aura un rôle consultatif envers ces deux institutions. Il se prononcera sur les situations susceptibles de comporter des risques pour l'indépendance des commissaires aux comptes ou l'objectivité de leurs conclusions, et sur les sauvegardes que ces situations appellent. Il sera saisi de ces situations dans le cadre de l'examen national d'activité (CENA). Il pourra l'être également à titre consultatif par les autres instances de la CNCC, par la COB, ainsi que par tout cabinet de commissaires aux comptes de société faisant publiquement appel à l'épargne. En outre, il pourra, après consultation de la CNCC et de la COB, se saisir de toute question déterminée entrant dans ses attributions et adresser aux présidents de la CNCC et de la COB tous avis et propositions appropriés.

Le Comité a été installé le 16 juin 1999⁽²²⁾. Il a établi et publié ses statuts, puis défini son programme de travail à l'automne 1999. Ses travaux feront l'objet d'un rapport annuel d'activité.

(21) Bulletin mensuel COB, n° 320 de janvier 1998.

(22) Bulletins mensuels COB, n° 332 de février 1999 et n° 336 de juin 1999.

2 - Les contrôles de qualité du Comité d'examen national d'activité (CENA)

Le 9 novembre 1999, le Président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) a remis au Président de la Commission le 14^{ème} rapport sur le contrôle de qualité exercé par le Comité d'examen national d'activité. Il concerne les dossiers retraçant les diligences des commissaires aux comptes intervenant auprès des sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé et d'OPCVM examinés en 1999.

Le contrôle de qualité a porté sur 129 dossiers de sociétés industrielles et commerciales, contre 133 l'année précédente, ainsi que sur 60 dossiers d'OPCVM. Un volume global de 24 000 heures (dont 3 000 pour les OPCVM) y a été consacré.

Pour les sociétés ayant des titres admis sur un marché réglementé, la qualité des diligences accomplies par les commissaires aux comptes a été jugée satisfaisante dans 90 % des cas et pour les OPCVM dans 87 % des cas.

Dans la totalité des cas, les conclusions de la Commission confirment celles du CENA. Celui-ci a considéré que 10 % des dossiers de sociétés et 13 % des dossiers d'OPCVM, comportant des lacunes significatives, devaient faire l'objet d'un nouvel examen dans les deux ans.

Les conclusions des premiers contrôles effectués sur de nombreux dossiers correspondant à des introductions en bourse récentes ont amené le Président de la Commission à appeler l'attention des dirigeants et commissaires aux comptes de sociétés cotées sur leur responsabilité en matière de rigueur de l'information financière ; celle-ci doit être particulièrement affirmée lors des examens préparatoires de dossiers d'introduction en bourse de sociétés petites et moyennes, puis dans la phase de structuration, souvent accompagnée de changements de périmètre, au cours de laquelle la comparaison des performances réelles de l'entreprise avec les plans d'affaires présentés au marché prend une importance particulière.

Pour la première fois, et en application des conclusions du groupe de travail sur l'indépendance et l'objectivité des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne, le CENA a effectué, en 1999, un examen des procédures internes propres à garantir l'objectivité et la qualité de l'audit et l'indépendance de huit cabinets contrôlant un nombre important de sociétés faisant appel public à l'épargne.

Ces procédures devront, dans certains cas, être précisées quant à la définition des relations existant entre les diverses entités du réseau et aux modalités de centralisation des prestations susceptibles d'être effectuées par le réseau.

3 - Les travaux de réflexion conjoints à la Commission et à la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)

a - Les comptes proforma

De nombreuses restructurations et acquisitions, entraînant souvent des changements significatifs de périmètres ou de méthodes de consolidation, sont intervenues au cours des dernières années. La Commission a précisé en 1998 et 1999⁽²³⁾ la nécessité de rétablir la comparabilité des comptes des exercices successifs, au moyen de la présentation de comptes proforma.

Les comptes proforma doivent être soumis au contrôle des commissaires aux comptes afin de garantir une information fiable. À cet égard, une norme professionnelle a été élaborée par la CNCC, au cours de l'année, relative au contrôle des comptes proforma " historiques " : il s'agit de comptes qui traduisent l'effet sur des informations historiques de la réalisation, à une date antérieure à sa survenance réelle ou raisonnablement envisagée, d'une opération ou d'un événement donné.

(23) Bulletins mensuels COB, n° 330 de décembre 1998 et n° 341 de décembre 1999.

Selon la norme, le commissaire aux comptes établit un rapport dont la conclusion porte sur les conventions retenues pour l'établissement des comptes proforma et leur traduction chiffrée, ainsi que sur la conformité des méthodes comptables utilisées avec celles suivies pour l'établissement des derniers comptes historiques de la société présentant les comptes proforma.

Cette conclusion est exprimée sous la forme d'une opinion ou d'une " assurance négative ", selon que les comptes historiques des différentes entités ou composants ont fait l'objet d'un audit ou d'un examen limité.

Cette norme constitue une première étape dans l'amélioration du contrôle des informations proforma et devrait être complétée, à terme, sur deux sujets se situant dans le prolongement de ce texte. Le premier thème porte sur les comptes proforma à caractère prévisionnel correspondant à des simulations. Le second concerne le contrôle effectué par les commissaires aux comptes sur un deuxième jeu de comptes, lorsqu'une entreprise présente des comptes consolidés à la fois selon les normes françaises et selon les normes IASC ou les normes américaines US GAAP.

b - Le contrôle de l'information financière publiée en cours d'exercice

La COB et la CNCC ont conduit, au cours de l'année 1999, des travaux relatifs aux conditions d'intervention des commissaires aux comptes sur les informations financières publiées en cours d'exercice, indépendamment des comptes annuels ou semestriels⁽²⁴⁾.

L'objectif est de rappeler la responsabilité des entreprises sur les modalités d'élaboration des informations publiées et de préciser, vis-à-vis des tiers, le niveau de contrôle externe qui s'y attache.

Un certain nombre de ces informations ont trait aux perspectives de l'entreprise ; elles figurent parmi les sujets traités dans le rapport de M. Jean-François Lepetit sur les " avertissements sur résultats "⁽²⁵⁾, examiné par la Commission et publié pour commentaire en janvier 2000. Au vu des réponses qui seront apportées à la consultation de Place lancée sur ce thème et des suites que la Commission donnera à ces travaux, les réflexions sur le rôle des commissaires aux comptes devraient aboutir dans le courant de l'année 2000.

(24) Rapport annuel COB 1998, pages 66-67.

(25) voir supra page 44 chapitre II - La transparence du marché.