

COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIERE

Contrôle de l'information financière
et des marchés d'instruments financiers

Bruxelles, le 2 octobre 1997

Lettre circulaire E/1/97

Madame, Monsieur,

Le 27 février 1997, la Commission bancaire et financière a organisé une table ronde sur la question des études financières publiées à l'occasion d'appels publics à l'épargne ainsi que sur la question des règles de répartition en cas de sursouscription d'une offre faite au public, afin d'apporter une solution aux problèmes soulevés par ces questions lors d'opérations plus ou moins récentes.

Les objectifs visés étaient d'assurer la meilleure information possible du public, de s'assurer que le prospectus, en tant que document légal et contrôlé, reste le document de base et de garantir un maximum de transparence aux investisseurs afin de créer un climat favorable aux appels publics à l'épargne.

Au terme des travaux, auxquels ont participé des représentants des principaux intermédiaires ainsi que de l'ABAF, de l'ABB, de la FEB, de la Bourse de Bruxelles et d'Easdaq, un certain nombre de principes et de recommandations ont pu être dégagés. Ils sont formulés dans une lettre circulaire, jointe en annexe, qui tient largement compte des observations constructives formulées, oralement ou par écrit, par les participants à la table ronde.

En ce qui concerne le problème spécifique du calendrier de la publication des études réalisées dans le cadre d'une opération par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres du syndicat de placement, par rapport à la publication du prospectus, l'on notera que la circulaire n'aborde pas explicitement la question de la distribution des études aux investisseurs institutionnels : elle traite uniquement de la distribution des études au public et à la presse, qui ne peut avoir lieu avant la publication du prospectus. Il n'est donc pas inutile de préciser ici que la distribution des études aux investisseurs institutionnels peut se faire avant la publication du prospectus. Il convient toutefois d'attirer l'attention sur l'article 36, § 1er, 6° de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement ainsi que sur la réglementation en matière de délit d'initié et de manipulation de cours. L'on en conclura que les études ne peuvent, en toute hypothèse, jamais être distribuées aux investisseurs institutionnels avant l'annonce d'une opération au public.

Etant donné qu'il est dans l'intérêt de tous d'améliorer la transparence et la fiabilité du marché, la Commission bancaire et financière attend des intermédiaires et des émetteurs une attitude constructive par rapport aux principes et recommandations formulés dans la circulaire. Elle-même reste ouverte à toute discussion permettant de favoriser la réalisation de ces objectifs.

Veillez agréer, Madame, Messieurs, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Président,

J.-L. DUPLAT.

**CONCLUSIONS DEGAGEES PAR LA COMMISSION BANCAIRE ET
FINANCIERE AU TERME DE LA TABLE RONDE SUR LES ETUDES
PUBLIEES A L'OCCASION D'APPELS PUBLICS A L'EPARGNE PAR LES
INTERMEDIAIRES FINANCIERS ET SUR LES REGLES DE
REPARTITION EN CAS DE SURSOUSCRIPTION D'UNE OFFRE FAITE AU
PUBLIC**

I. Etudes publiées à l'occasion d'appels publics à l'épargne par les intermédiaires financiers

I. CONTEXTE

L'on constate qu'à l'occasion d'opérations (offres en souscription ou en vente publique d'actions) d'une certaine importance, les intermédiaires financiers chargés de la rédaction du prospectus ou du placement des titres et/ou garantissant la bonne fin de l'opération publient quasi systématiquement une étude portant principalement sur la position de l'émetteur dans son (ou ses) secteur(s) d'activités, sur ses perspectives de développement ainsi que sur l'évaluation des titres concernés.

Ces études sont réalisées sur la proposition des intermédiaires qui considèrent généralement que cela fait partie du "service" à offrir aux émetteurs. Ces derniers tiennent néanmoins compte de la capacité à produire une bonne analyse dans leur choix d'un intermédiaire.

La rédaction de ce type d'étude est le plus souvent confiée à un département différent de celui qui travaille à la rédaction du prospectus, conformément au principe des "chinese walls". Néanmoins, chez certains intermédiaires, les études réalisées à l'occasion d'un appel public au marché sont rédigées par des analystes faisant partie de l'équipe chargée de la rédaction du prospectus.

Ces études sont en général distribuées aux investisseurs institutionnels et à la presse, accompagnées du prospectus, dans le cadre des "road shows". Elles ne reçoivent qu'une diffusion très restreinte, sur demande, auprès des investisseurs particuliers, eu égard à leur tirage limité (quelques centaines d'exemplaires).

Enfin, l'on notera que la publication d'études ou de notes d'analyses est souvent une condition sine qua non à l'introduction de nouvelles sociétés sur les marchés destinés aux entreprises de croissances. Ainsi, le règlement de l'Euro-Nouveau marché prévoit explicitement que, lorsqu'il introduit une valeur, l'introducteur-teneur de marché (ITM) doit s'engager à publier une analyse financière sur l'émetteur. L'on constate également une tendance en ce sens en ce qui concerne le marché Easdaq, du moins en ce qui concerne les sociétés de droit belge.

2. PROBLEMES

2.1. Questions liées à la coexistence du prospectus et des études

L'article 29, § 2, de l'arrêté royal n° 185 prévoit que "le prospectus doit contenir les renseignements qui, selon les caractéristiques de l'opération concernée, sont nécessaires pour que le public puisse porter un jugement fondé sur la nature de l'affaire et sur les droits attachés aux titres". Cette obligation est répétée et précisée à l'article 4 de l'arrêté royal du 18 septembre 1990 relatif au prospectus à publier pour l'inscription de valeurs mobilières au premier marché d'une bourse de valeurs mobilières et à l'article 3 de l'arrêté royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs : à la lecture du prospectus, l'on doit pouvoir porter "un jugement fondé sur le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur ainsi que sur les droits attachés aux titres et valeurs".

A cet égard, les schémas annexés aux arrêtés précités ne prévoient que l'information minimum à inclure dans le prospectus. Ils ne sont pas suffisants dans la plupart des cas et les lacunes se situent, notamment, au niveau de la description du secteur d'activité dans lequel évolue l'émetteur (matières premières, fournisseurs, technologies, clientèle et ses caractéristiques, état et évolution probable de l'offre et de la demande, concurrence, etc.).

La Commission bancaire et financière, consciente de ces lacunes, essaie progressivement d'y remédier en demandant aux émetteurs et aux intermédiaires chargés de les assister d'inclure ce type de renseignements dans le prospectus. Il en est par ailleurs fait explicitement mention dans le "Guide pratique - Procédure accélérée" publié par la Commission bancaire et financière fin juillet 1996. Néanmoins, les prospectus restent parfois insuffisants sur ces points.

Or, l'on constate, dans la pratique, que les études réalisées par les analystes liés aux intermédiaires chefs de file, conseils ou membres des syndicats de placement, et en particulier à l'intermédiaire chargé de la rédaction du prospectus, contiennent généralement une description détaillée du secteur d'activité de l'émetteur et de la position que celui-ci y occupe.

De même, l'on constate parfois que d'autres types de renseignements qui devraient être inclus dans le prospectus, et que l'émetteur et l'intermédiaire se sont déclarés dans l'impossibilité de fournir, se retrouvent exclusivement, ou de manière plus développée, dans les études : c'est souvent le cas pour la justification du prix d'émission et pour les perspectives de l'émetteur, et ce en particulier pour les sociétés de croissance qui sont en phase de démarrage et ne sont pas encore

bénéficiaires. Ce glissement de l'information vers les études est principalement motivé dans ce cas par le souhait d'éviter les problèmes de responsabilité dans le chef de l'émetteur et il se manifeste en particulier pour les sociétés qui sollicitent également le marché américain. De leur côté, les intermédiaires introduisent, dans leurs études, des clauses tendant à s'exonérer de toute responsabilité.

Ce même type de problème peut également se présenter dans le cadre des séances d'information, ou "road shows", dans la mesure où l'information qui y est donnée va parfois au-delà du contenu du prospectus.

2.2. Conflit d'intérêts entre l'intermédiaire et les souscripteurs

L'article 36, § 1er, 6°, de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement, prévoit que, "dans leurs opérations sur instruments financiers, les intermédiaires (...) veilleront (...) à éviter tout conflit d'intérêt possible, ou s'il est inévitable, à veiller à ce que leurs clients soient traités de façon équitable et égale (...)".

Dans le cadre d'appels publics à l'épargne, l'on a affaire à une situation susceptible de générer un conflit d'intérêt entre un intermédiaire et ses clients, notamment, lorsque l'intermédiaire qui publie une étude sur une opération a un intérêt direct au placement des titres concernés (par exemple, lorsqu'il est par ailleurs le preneur ferme ou le garant de la bonne fin de cette opération).

La publication d'une étude a en effet un impact au niveau du marketing de l'opération et l'on constate que le ton utilisé ainsi que la sélection des informations ne témoignent pas toujours de la plus grande objectivité, voire, tendent ouvertement à encourager la souscription.

En outre, la tendance des intermédiaires à décliner toute responsabilité pour le contenu des études qu'ils publient, par le biais de mentions en ce sens, n'est pas de nature à porter à la prudence.

2.3. Situation à l'étranger

2.3.0. Les questions évoquées aux points 2.1. et 2.2. ci-dessus préoccupent également les autorités de contrôle d'autres Etats.

2.3.1. Ainsi, en France le rapport Barbier de la Serre sur l'organisation et la déontologie des opérations financières sur le marché primaire des titres donnant accès au capital (Bulletin COB n° 308-Décembre 1996) relève que la publication d'analyses financières à l'occasion d'une opération par un bureau d'analyse appartenant ou lié aux chefs de file, banquiers conseils ou membres des syndicats de placement apparaît comme une source de conflits d'intérêts potentiels : "une telle pratique génère en effet un risque de confusion entre le prospectus et les supports de recherche et

fait naître la tentation de diffuser des études comportant des hypothèses optimistes, sinon optimisées, pour faciliter le placement des titres”.

Le groupe de travail animé par M. Barbier de La Serre s'est cependant montré favorable à maintenir la liberté de diffusion, en période de pré-marketing ou d'émission (c'est-à-dire dès que le prospectus, le cas échéant dans une version préliminaire ayant reçu un visa provisoire, est disponible) des travaux de recherches par les bureaux d'analyse liés aux établissements présents sur le marché primaire, sous réserve de faire clairement apparaître en tête du document publié les liens existant entre le bureau d'analyse et les établissements chefs de file, banquiers conseils ou membres des syndicats de placement¹.

Le groupe de travail relève par ailleurs, de manière générale, qu'il apparaît difficile de s'en remettre à la seule existence des "chinese walls" pour prévenir tout conflit d'intérêts et toute circulation indue d'informations privilégiées dans la mesure où aucun "chinese wall" ne peut être considéré comme totalement infranchissable et hermétique en toutes circonstances.

2.3.2. Les travaux du groupe Barbier de la Serre, ont été suivis par la constitution, sur initiative conjointe de la COB et de la SIB, d'un groupe de travail réunissant des représentants des autorités de contrôle des différents Etats membres de l'Union européenne. Ce groupe a pour objectif la définition de principes communs au niveau de l'Union européenne sur l'organisation et la déontologie des opérations financières sur le marché primaire.

En ce qui concerne la publication d'études financières dans le cadre d'une offre publique par les intermédiaires chefs de files et membres du syndicat de placement, le groupe se préoccupe d'une série de questions parmi lesquelles l'on relève :

- * la mention des situations de conflit d'intérêt;
- * la mesure dans laquelle le contenu, la forme, la fréquence et le timing de publication d'avis sur l'émetteur concerné ont été modifiés par comparaison avec la situation où l'intermédiaire n'était pas encore impliqué dans l'offre publique;
- * la concordance du contenu de l'étude avec les informations figurant dans le prospectus;
- * la mesure dans laquelle les informations contenues dans l'étude ont été vérifiées par l'intermédiaire.

¹ L'on notera qu'en Belgique, l'on ne connaît pas la pratique du prospectus préliminaire qui reçoit un visa provisoire. Néanmoins, le même résultat est atteint par le biais de l'approbation et de la diffusion dans le public de prospectus ne contenant pas encore toutes les conditions et modalités de l'opération, celles-ci étant communiquées ultérieurement par un avis inséré dans la presse.

2.3.3. L'on note par ailleurs qu'aux Etats Unis, la diffusion d'analyses financières en période d'offre par les brokers ou dealers qui participent à la distribution des titres est strictement encadrée. Ainsi, la diffusion de l'analyse doit s'inscrire dans le cadre normal de l'activité du broker ou dealer, ses destinataires devant être les destinataires habituels de ce type d'analyse. Les opinions ou recommandations exprimées sur le titre qui fait l'objet de l'offre doivent être accompagnées d'informations, d'opinions ou de recommandations sur des titres appartenant au même secteur d'activité que l'émetteur concerné et ne doivent pas occuper, dans la publication, une place plus importante que les études consacrées aux autres valeurs. Enfin, l'étude ne doit pas faire apparaître une opinion sur le titre plus favorable que celle émise dans la dernière étude sur l'émetteur publiée par l'intermédiaire avant le début de l'offre (Reg. § 230.139 (Rule 139) du Securities Act).

3. DISCUSSION

3.1. Questions liées à la coexistence du prospectus et des études

3.1.0. L'enjeu principal du débat annoncé au point 2.1. ci-dessus est de s'assurer que le prospectus, en tant que document légal et contrôlé, reste le document de base. Dès lors, il doit conserver son intérêt et sa pertinence en ce qui concerne l'information donnée au public dans le cadre d'une opération d'appel public à l'épargne.

La réalisation de cet objectif n'implique cependant pas une interdiction de publication d'études par les analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement. La Commission bancaire et financière reconnaît en effet l'utilité et la spécificité des études publiées par ces intermédiaires dans le cadre de leur activité de conseil aux investisseurs afin de donner une appréciation en opportunité à leurs clients.

La Commission estime cependant qu'il convient de délimiter le cadre dans lequel les études peuvent coexister avec le prospectus. En conséquence, la Commission s'est attachée à définir des principes qui devront guider les intermédiaires lorsqu'ils rédigeront des études. Ces principes tiennent compte des spécificités respectives du prospectus et des études : d'une part, le prospectus a pour finalité de donner, sur les titres offerts et sur l'émetteur, toute l'information nécessaire pour que le public puisse porter un jugement fondé sur l'opération et, d'autre part, les études doivent en principe avoir pour objet de donner le jugement ou l'avis critique d'un professionnel sur l'opération (appréciation de l'opportunité et de la qualité de l'opération, ainsi que de la situation de celui qui la réalise).

Le respect de ces principes fera l'objet d'une vérification a posteriori par la Commission bancaire et financière. Celle-ci se réserve cependant le droit de procéder à une vérification a priori des études sur

la base de l'article 29ter, § 1er, al. 1er de l'arrêté royal n° 185, dans l'hypothèse où il s'avérerait que ces principes sont méconnus. L'objectif essentiel du contrôle de la Commission bancaire et financière est de s'assurer du caractère complet du prospectus. L'on notera d'ailleurs que, dans le cadre de sa mission de contrôle des prospectus, la Commission peut se faire communiquer toutes les informations qu'elle estime nécessaires (article 27, al. 2, de l'arrêté royal n° 185).

- 3.1.1. L'on retient comme premier principe qu'il est exclu que des informations pertinentes au sens de l'article 29, § 2, de l'arrêté royal n° 185 et qui émanent de l'émetteur soient reprises dans une étude publiée par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement et ne soient pas intégrées dans le prospectus ou que des informations de ce type, données dans le prospectus, soient contredites dans une telle étude². L'objectif visé est de donner au public une information complète par le canal du prospectus et d'éviter toute contradiction susceptible de l'induire en erreur.

En ce qui concerne la question spécifique des perspectives que l'émetteur doit en principe donner dans le prospectus au moins pour l'exercice en cours, l'on se trouve parfois, pour les sociétés de croissance en phase de démarrage, dans une situation où l'émetteur ne souhaite pas prendre la responsabilité de donner des perspectives dans le prospectus parce que celles-ci apparaissent trop incertaines³: dans ce cas, il doit faire explicitement état dans le prospectus de son incertitude quant à son évolution future et des raisons de cette incertitude. Le même problème se pose de manière générale, et donc également pour les sociétés "en vitesse de croisière", en ce qui concerne les perspectives à moyen ou long terme, qui dépassent l'exercice en cours, et qui ne sont pas explicitement requises par les schémas de prospectus réglementaires. La Commission estime à cet égard que, si un des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement souhaite intégrer dans son étude des perspectives plus développées que dans le prospectus, il conviendra

² L'on notera à cet égard que les personnes qui assument la responsabilité du prospectus doivent attester que "les données de celui-ci sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à altérer la portée du prospectus" et que ces personnes encourent une responsabilité solidaire (article 32 de l'arrêté royal n° 185 et point 1.2. des schémas de prospectus).

³ L'on distinguera cette hypothèse de celle où il est objectivement impossible à l'émetteur de donner des perspectives eu égard, par exemple, aux caractéristiques du secteur dans lequel il évolue.

d'indiquer dans l'étude qu'il s'agit des estimations propres à l'intermédiaire concerné, publiées sous sa responsabilité⁴. L'analyste devra en outre indiquer les sources d'information utilisées pour faire ses prévisions, recouper au mieux les informations utilisées, préciser clairement les hypothèses formulées, mentionner les facteurs de risque et évaluer au mieux la sensibilité de ses prévisions aux variables exogènes les plus importantes pour l'émetteur concerné.

- 3.1.2. Certaines parties du prospectus nécessitent une collaboration plus importante de l'intermédiaire chargé de la rédaction du prospectus. Pour ces parties, celui-ci ne doit pas se borner à collecter des données, mais doit intervenir de manière active dans la recherche, l'analyse et la mise au point des informations; cela implique qu'il assume une responsabilité particulière pour ces parties du document, même si l'émetteur reste responsable pour l'ensemble du prospectus. L'on notera qu'il s'agit ici d'informations qui figurent généralement dans les études publiées par les intermédiaires.

Ainsi, en ce qui concerne la justification du prix d'émission, il n'est pas concevable que l'intermédiaire qui assure le montage de l'opération et qui, le cas échéant, garantit sa bonne fin, se déclare incapable de s'exprimer, dans le cadre du prospectus, sur la valorisation des titres offerts au public, alors qu'il produit par ailleurs une évaluation dans son étude ou dans le cadre d'une procédure de "book building". Il s'agit-là d'un aspect du prospectus où se manifeste tout spécialement la valeur ajoutée due à l'intervention de l'intermédiaire et dont la responsabilité incombe en principe à ce dernier, dans la mesure où l'évaluation qu'il propose doit être défendable eu égard à la situation de l'émetteur et aux méthodes d'évaluation appliquées par les professionnels. L'on notera cependant que l'intermédiaire ne procède généralement pas à un audit de l'émetteur et qu'il part donc de l'hypothèse que les informations de base fournies par ce dernier sont correctes.

La valeur ajoutée de l'intermédiaire est également importante en ce qui concerne la description du secteur d'activité de l'émetteur et de sa situation dans ce secteur (notamment par rapport à ses fournisseurs, ses clients, ses concurrents, ...). Ce genre d'informations de caractère économique ne doit dorénavant plus se retrouver principalement dans les études. Il convient donc de mettre l'accent sur cette partie essentielle du prospectus et sur l'importance du rôle de l'intermédiaire dans sa rédaction. Ce rôle devrait normalement inclure un travail de fond par lequel l'intermédiaire vérifie la concordance des informations données dans le prospectus par rapport à la réalité économique.

⁴ A cet égard, l'on notera qu'il ne s'agit évidemment pas pour l'intermédiaire de garantir la réalisation effective de ses prévisions, mais de garantir que celles-ci ont été élaborées selon les règles de la profession et avec la prudence requise eu égard à la situation de l'émetteur.

De manière générale, et en particulier pour la justification du prix et la description de la situation de l'émetteur dans son secteur d'activités, l'on peut affirmer qu'il est dans l'intérêt de l'intermédiaire de procéder à une vérification des informations sur lesquelles il s'appuie pour rédiger le prospectus (voir notion de "due diligence" dans les pays anglo-saxons) car sa responsabilité pourrait être mise en cause non seulement par son cocontractant (l'émetteur), mais également par les investisseurs, à l'instar de ce qui se passe dans des pays voisins. A titre d'exemple, l'on notera qu'aux Pays-Bas, le chef de file d'une opération a, conformément à une circulaire publiée par la Vereniging voor de Effectenhandel, l'obligation de procéder à une vérification des informations données dans le prospectus ("due diligence-onderzoek"). L'obligation de vérification des informations reprises dans le prospectus par l'intermédiaire chef de file, ainsi que la responsabilité qui en découle pour celui-ci, trouvent d'ailleurs un écho dans les jurisprudences belge et étrangère⁵. La Commission bancaire et financière ne peut donc que recommander aux intermédiaires d'effectuer ce genre de vérifications, en particulier pour l'introduction de nouveaux instruments financiers à une bourse de valeurs mobilières ou à un marché réglementé belges ainsi que pour les offres publiques réalisées par des émetteurs non cotés.

- 3.1.3. Outre les questions relatives au contenu de l'information, l'on soulignera que le prospectus pourrait également connaître un regain d'intérêt auprès du public si un effort était consacré à sa présentation et à sa rédaction. La réglementation permet notamment à la Commission bancaire et financière d'autoriser une modification de l'ordre dans lequel les renseignements sont donnés par rapport à l'ordre prévu par les schémas réglementaires. Cependant, en toute hypothèse, l'investisseur devra pouvoir identifier facilement l'endroit où se trouve l'information qu'il cherche grâce à une table des matières claire et détaillée.

⁵ En ce qui concerne les Pays-Bas, l'étendue de l'obligation de vérification prévue par la circulaire de la Vereniging voor de Effectenhandel a été précisée dans un arrêt rendu le 28 août 1996 par le Tribunal d'Amsterdam dans l'affaire qui opposait l'ABN Amro Bank NV aux porteurs d'obligations Coopag Finance BV. Le Tribunal d'Amsterdam a notamment estimé que, dans ses vérifications, l'intermédiaire doit adopter le point de vue d'un investisseur moyen pour apprécier les risques liés à l'opération concernée.

En Belgique, dans l'affaire Confederation Life (Tribunal de Commerce de Bruxelles, 26 mars 1997), le Tribunal a estimé que "les banques chefs de file doivent (...) s'assurer de la fiabilité des informations communiquées par l'émetteur quant à sa situation financière lors de la phase préparatoire de l'émission et, notamment dans le cadre de la rédaction du prospectus".

Enfin, au niveau de la présentation de l'information aux investisseurs, la Commission bancaire et financière encourage la publication de résumés de prospectus qui peuvent être publiés de manière autonome par rapport au prospectus.

- 3.1.4. En ce qui concerne le calendrier de publication des études réalisées dans le cadre d'une opération d'appel public à l'épargne par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement, par rapport à la publication du prospectus, il n'est pas concevable que celles-ci soient distribuées aux particuliers et à la presse avant la publication du prospectus.

En outre, si une telle étude devait être publiée avant l'approbation du prospectus, elle tomberait dans le champ d'application de l'article 4, al. 1er, de l'arrêté royal du 9 janvier 1991 relatif au caractère public des opérations de sollicitation de l'épargne et à l'assimilation de certaines opérations à une offre publique, et sa publication serait dès lors assimilée à une offre publique soumise au titre II de l'arrêté royal n° 185. L'on notera que cette disposition trouve à s'appliquer à toute personne qui perçoit directement ou indirectement de celui qui procède à l'opération, une rémunération ou un avantage lors de la réalisation de cette dernière.

Un tempérament doit cependant être apporté aux principes qui viennent d'être énoncés, dans le cas où un intermédiaire, appelé à être chef de file, intermédiaire conseil ou membre du syndicat de placement pour une opération en préparation qui n'a pas encore été annoncée publiquement, a l'habitude de publier des avis relatifs à l'émetteur concerné sur une base périodique : dans ces circonstances, si l'on devait interrompre la périodicité de la publication afin de respecter les principes énoncés ci-dessus, cela pourrait éveiller des soupçons dans le marché quant à l'éventualité d'une opération. Dans ce type de cas, il paraît donc souhaitable que la périodicité de la publication soit maintenue, moyennant le respect de certains principes. Ainsi, il convient que, par comparaison avec le dernier avis publié par l'intermédiaire concerné sur la même société :

- le contenu de l'avis ne soit pas plus développé;
- la forme de l'avis soit identique;
- l'opinion exprimée sur l'émetteur ne soit pas plus favorable (sauf en cas de survenance d'éléments nouveaux significatifs sans liens avec l'opération envisagée);
- l'avis ne connaisse pas une diffusion plus large ou suivant d'autres modalités.

Enfin, en ce qui concerne le moment où les prospectus sont mis à la disposition du public, la Commission bancaire et financière rappelle que les délais réglementaires ne constituent qu'un minimum et qu'il serait dans l'intérêt des émetteurs de donner un délai plus long au public pour lui permettre de se former une opinion sur l'opération

proposée. Elle constate en effet que de nombreux intermédiaires et émetteurs s'en tiennent strictement aux délais réglementaires. La Commission recommande par conséquent de veiller à ce que les prospectus soient disponibles au moins trois jours ouvrables avant le début de l'opération.

- 3.1.5. Conformément à l'article 22, al. 2, de l'arrêté du 18 septembre 1990 relatif au prospectus à publier pour l'inscription de valeurs mobilières au premier marché d'une bourse de valeurs mobilières et à l'article 14, al. 2, de l'arrêté royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs, il convient que les études publiées à l'occasion d'un appel public à l'épargne par les intermédiaires chef de file, conseils ou membres du syndicat de placement fassent explicitement mention de l'existence du prospectus et indiquent comment se procurer celui-ci.

Il convient en outre que ces études, lorsqu'elles sont remises à des investisseurs particuliers et à la presse, soient systématiquement accompagnées du prospectus.

3.2. Conflit d'intérêts entre l'intermédiaire et les souscripteurs

En ce qui concerne les problèmes de conflit d'intérêt qui peuvent surgir dans certains cas entre l'intermédiaire qui publie une étude et ses clients (voir point 2.2. ci-dessus), l'on se rappellera que, si la situation de conflit d'intérêt ne peut pas être évitée, l'intermédiaire doit, conformément à l'article 36, § 1er, 6°, de la loi du 6 avril 1995, "veiller à ce que ses clients soient traités de façon équitable et égale et, le cas échéant, (...) suivre toute autre mesure telle que l'obligation de faire rapport, le respect des règles internes en matière de confidentialité ou le refus d'intervenir".

Dans le cas particulier d'un intermédiaire qui publie une étude relative à une opération pour laquelle il est dans une situation susceptible de générer un conflit d'intérêt par rapport aux souscripteurs, un traitement équitable de ses clients requiert à tout le moins que l'attention du lecteur soit attirée sur cette situation dès la première page de l'étude.

Il serait par ailleurs souhaitable que l'intermédiaire en situation de conflit d'intérêt soit le plus objectif possible dans son étude et qu'il évite de faire une sélection "orientée" de l'information qui ne retiendrait que les éléments positifs, afin d'éviter d'induire le public en erreur. L'on peut en effet admettre comme principe fondamental que toute étude doit être honnête et non trompeuse ("fair and non misleading").

Enfin, en toute hypothèse, il n'est pas admissible que cet intermédiaire décline toute responsabilité pour les informations, analyses et appréciations contenues dans son étude, la possibilité de voir sa

responsabilité mise en cause devrait l'inciter à faire preuve de la diligence et de la prudence normalement attendues d'un analyste dans ce type de cas. En outre, sans mettre à charge de l'intermédiaire une obligation positive de vérification des informations sur lesquelles il s'est appuyé pour réaliser son étude, il conviendrait qu'il indique, au début de l'étude, la mesure dans laquelle il a procédé à des vérifications. Dans la pratique, l'on trouve d'ailleurs d'ores et déjà ce type de mention de manière assez générale dans les études publiées par les intermédiaires belges.

3.3. En résumé

L'on peut dégager les principes suivants :

- toutes les informations pertinentes au sens de l'article 29, § 2, de l'arrêté royal n° 185 doivent être intégrées dans le prospectus et ne peuvent donc pas figurer exclusivement ou principalement dans les études réalisées par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement;
- il convient d'éviter toute discordance et contradiction entre les informations objectives données dans le prospectus et celles qui sont reprises dans les études publiées par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement;
- l'intermédiaire chargé de la rédaction du prospectus doit jouer un rôle de premier plan dans la rédaction des parties du prospectus relatives à la justification du prix d'émission et à la description de la situation de l'émetteur dans son secteur d'activités. Ce rôle doit en principe inclure un travail de vérification de la concordance des informations données dans le prospectus par rapport à la réalité économique;
- si un des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement souhaite intégrer dans son étude des perspectives plus développées que dans le prospectus, il doit indiquer qu'il s'agit de ses estimations propres sous sa responsabilité. L'analyste doit en outre indiquer les sources d'information utilisées pour faire ses prévisions, recouper au mieux les informations utilisées, préciser clairement les hypothèses formulées, mentionner les facteurs de risque et évaluer au mieux la sensibilité de ses prévisions aux variables exogènes les plus importantes pour l'émetteur concerné;
- les intermédiaires doivent mentionner clairement, au début des études qu'ils publient, toute situation susceptible de générer un conflit d'intérêt avec leurs clients;

- le ton adopté dans les études publiées par des intermédiaires en situation de conflit d'intérêt doit être le plus objectif possible et les analystes doivent éviter de faire une sélection "orientée" de l'information, afin de ne pas induire le public en erreur (les études doivent être honnêtes et non trompeuses ("fair and non misleading"));
- les intermédiaires doivent s'abstenir de décliner toute responsabilité pour les informations, analyses et appréciations contenues dans les études qu'ils publient; il convient en outre qu'ils indiquent, au début de l'étude, la mesure dans laquelle ils ont vérifié les informations sur lesquelles ils se sont appuyés pour réaliser leur étude;
- les études réalisées à l'occasion d'un appel public au marché par des analystes liés aux chefs de file, intermédiaires conseils ou membres des syndicats de placement, ne peuvent pas être distribuées au public et à la presse avant la publication du prospectus et elles doivent faire explicitement mention de l'existence de celui-ci et de la manière de se le procurer; elles ne peuvent par ailleurs être distribuées aux particuliers et à la presse qu'accompagnées du prospectus.

La Commission estime en outre qu'elle doit :

- recommander aux émetteurs et aux intermédiaires de ne pas s'en tenir strictement aux délais réglementaires pour mettre le prospectus à la disposition du public afin de permettre aux investisseurs de se former une opinion en connaissance de cause sur l'opération proposée, et de veiller à ce qu'il y ait trois jours ouvrables au moins entre la mise à disposition effective du prospectus et le début de l'opération;
- recommander de manière générale aux intermédiaires chefs de file de procéder à une vérification des informations sur lesquelles ils s'appuient pour rédiger le prospectus;
- encourager les intermédiaires et les émetteurs à améliorer la présentation et la rédaction du prospectus afin d'en faciliter la lecture et à faire usage de la faculté de publier un résumé de prospectus.

*
* *
*

II. Règles de répartition en cas de sursouscription d'une offre faite au public

1. CONTEXTE

Lors de certaines opérations qui se sont déroulées récemment et qui ont connu un grand succès auprès du public, les demandes n'ont pas pu être servies intégralement et il a fallu appliquer des règles de répartition.

La répartition est faite par les chefs de file en tenant généralement compte du souhait éventuellement exprimé par l'émetteur dans le prospectus de favoriser les petits ordres des particuliers, de la quantité et de la qualité des souscriptions introduites et du volume de titres par poste introduit.

Une distinction est en principe faite par les membres du syndicat entre les ordres des particuliers et les ordres des institutionnels afin d'assurer une bonne tenue du marché secondaire. L'on sert ainsi les institutionnels dans une proportion suffisamment élevée pour les inciter à se porter acquéreur du solde de leur demande sur le marché boursier. En effet, s'ils reçoivent trop peu de titres, ils revendent généralement ceux-ci très rapidement et créent un courant vendeur difficilement absorbable par le marché. Le pourcentage de réduction appliqué aux demandes émanant d'institutionnels varie généralement en fonction de la taille de l'investisseur et du caractère exagéré ou non de la quantité de titres qu'il demande.

2. PROBLEMES

Plusieurs problèmes sont apparus à l'occasion des procédures de répartition :

- 1) l'on constate que les particuliers qui sont clients des membres du syndicat bancaire sont généralement beaucoup mieux servis que les clients des autres intermédiaires financiers;
- 2) les modalités de répartition sont parfois communiquées assez tard par rapport à la date de clôture de l'offre et, dans un cas, elles n'ont été rendues publiques que quelques heures avant le début de la cotation du titre, ce qui a empêché certains investisseurs de participer aux transactions boursières; en outre, ces modalités ne sont pas toujours très claires;
- 3) le prospectus ne contient que très peu d'informations à propos des modalités de répartition en cas de sursouscription.

En ce qui concerne le premier problème, l'on notera que la majorité des chefs de file affirment qu'il est impossible de garantir une répartition identique entre les

ordres remis par les particuliers auprès des banques- guichet et ceux remis auprès d'autres intermédiaires financiers, étant donné qu'ils ne sont pas en mesure de contrôler la véracité des données transmises par les autres intermédiaires. L'on constate en effet que certains intermédiaires communiquent aux banques-guichet des ordres démesurés (soit en nombre d'ordres, soit en volume) par rapport à leur taille et à leur volume d'activité habituel. D'autres intermédiaires ne souhaitent pas donner la décomposition par segments des ordres reçus.

La concurrence entre les intermédiaires est à l'origine de cette situation : elle les incite en effet à ne pas révéler la composition de leur clientèle aux concurrents et, par conséquent, à communiquer un relevé anonyme aux banques-guichet, sans la moindre possibilité de vérification pour celles-ci.

3. CONCLUSION

Du point de vue de la Commission bancaire et financière, la question des règles de répartition doit être abordée au niveau de la transparence et de l'information. L'ensemble du processus actuellement appliqué en Belgique par les intermédiaires est plutôt obscur, et cela crée de nombreuses frustrations, tant parmi les intermédiaires qui ne sont pas membres du syndicat que parmi les investisseurs. Les améliorations peuvent intervenir à plusieurs niveaux.

Tout d'abord, il faut que les prospectus contiennent des indications, les plus précises possibles, sur la manière dont les titres seront alloués en cas de souscription et sur le délai dans lequel la répartition sera rendue publique.

Il ne suffit pas que les prospectus contiennent une simple mention indiquant la volonté de l'émetteur de privilégier les petits ordres introduits par des particuliers. Il convient à tout le moins, afin d'améliorer l'information du public, d'indiquer également dans le prospectus que les souscriptions introduites auprès des membres du syndicat seront normalement mieux servies que les souscriptions introduites auprès des autres intermédiaires et de préciser la date ultime pour la publication des résultats de la procédure de répartition.

La transparence doit en outre se manifester a posteriori par la publication des règles appliquées et du résultat précis de leur application et, le cas échéant, par un contrôle exercé par un tiers sur ces règles et leur application.