

MANUEL DE DROIT DE L'INFORMATION FINANCIERE

Frédéric COMPIN

Docteur en droit –EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM

Ce manuel universitaire numérique est offert en réponse aux lobbies de l'édition scolaire, parascolaire et universitaire.

L'économie du don :

- **C'est offrir ses connaissances et non les vendre ;**
- **C'est produire des connaissances et non être un produit de connaissances.**

Fraternellement, aux étudiants et aux lecteurs !

Avertissement :

Toute utilisation ou exploitation commerciale du présent manuel fera l'objet de poursuites judiciaires.

Présentation

Le développement d'un droit autonome de l'information financière constitue à la fois un enjeu académique et pratique. Source inépuisable d'alimentation du droit des sociétés commerciales et du droit des marchés financiers, l'information comptable et financière mérite d'être traitée à égale distance de ces deux disciplines tant son influence est patente sur les crises financières. L'information financière élaborée et diffusée par les professionnels du chiffre constitue le socle de la confiance. L'information financière et comptable a besoin de règles pour que les mots aient un sens que les chiffres valident. Ces règles normatives puisent leur origine technique dans la volonté des législateurs européens et nationaux de garantir la transparence des informations financières et comptables délivrées. Au cœur du processus de production et de diffusion, elles garantissent aux utilisateurs égalité de traitement et équité d'accès à l'information.

Cet ouvrage a pour but de défendre l'idée que dans des sociétés hypermédiatisées, la vitesse des informations diffusées rend précaire et fragile toutes décisions si la source d'alimentation n'est pas saine. L'information financière se doit alors d'être considérée, perçue et élaborée comme un bien public et non un instrument de pouvoir manipulateur. Pour y parvenir, la genèse d'une discipline juridique autonome « le droit de l'information financière » en constitue un préalable.

S'adressant à un large public composé de praticiens, d'étudiants et d'universitaires, ce « droit de l'information financière » est conçu autour de trois axes, l'élaboration, le positionnement et la protection de l'information financière.

Le premier axe détaille les processus d'élaboration de l'information financière en insistant sur la démarche qualitative qui doit accompagner cette étape.

Le second axe porte sur la place des informations sociales et environnementales dans les documents financiers.

Le troisième axe fait le point sur les sanctions auxquelles s'exposent ceux qui portent atteinte à l'intégrité des informations financières et comptables diffusées.

Sommaire

Introduction générale

Première partie : L'élaboration de l'information financière

Chapitre 1: La transparence de l'information financière

Chapitre 2 : La réglementation de l'information comptable et financière

Chapitre 3 : La qualité de l'information comptable et financière

Deuxième Partie : La place des informations environnementales et sociales dans les documents financiers

Chapitre 1 : L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale par les acteurs économiques et financiers

Chapitre 2 : Les cadres juridiques européens et nationaux garants de la transparence de l'information sociale et environnementale dans les documents comptables et financiers

Troisième partie : La protection de l'information financière

Chapitre 1 : La notion d'abus de marché

Chapitre 2 : L'information privilégiée

Chapitre 3 : L'information manipulée et faussée

Chapitre 4 : L'action de l'Autorité des marchés financiers face au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France

Conclusion générale

Sources bibliographiques

Liste des principales abréviations

ABS	Asset-backed securities
AMF	Autorité des marchés financiers
AN	Assemblée nationale
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
Art.	Article
BALO	Bulletin des annonces légales obligatoires
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
CA	Cour d'appel
Cass. civ.	Chambre civile de la Cour de cassation
Cass. com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
CDO	Collateralized debt obligations
CE	Conseil d'État
Cf.	Confer
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CMED	Commission mondiale sur l'environnement et le développement
CNCC	Conseil national des commissaires aux comptes
CNIL	Commission nationale de l'informatique et des libertés
COB	Commission des opérations de bourse
CPP	Code de procédure pénale
Dalloz	Recueil Dalloz
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCP	Fonds commun de placement
GES	Gaz à effet de serre
IASB	International Accounting Standards Board
Ibid.	Ibidem (au même endroit)
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISR	Investissement Socialement Responsable
JCP E	Semaine juridique édition entreprise
JCP G	Semaine juridique édition générale
JO	Journal officiel
JOAN	Journal officiel de l'Assemblée nationale
JOCE	Journal officiel des Communautés européennes
n°	Numéro
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
p.	Page
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PCG	Plan comptable général
préc.	Précité
PSI	Prestataire de services d'investissements
RG AMF	Règlement général de l'AMF
RSE	Responsabilité sociale de l'entreprise
s.	Suivant
SEC	Securities and Exchange Commission

Introduction

L'information, clé de voûte des économies interconnectées, délivrée par les médias, l'Etat, les organisations internationales, les autorités administratives indépendantes, les entreprises privées, demeure la richesse invisible des échanges économiques. Informer consiste, d'une part, à « donner une forme à une matière » dans la langue scholastique et néo-classique, et d'autre part, à simplement faire connaître quelque chose à quelqu'un. L'essence de l'information réside dans cette connaissance, rendue en apparence libre par une accessibilité générale. L'information, bien public appropriable par chacun d'entre nous dont l'usage n'entacherait en rien le contenu, n'existe non pas par son objet mais par son but et la pertinence de sa relativité. S'interroger sur la portée des informations délivrées conduit naturellement à se positionner sur la problématique de l'accessibilité à cette information et sur sa protection. En effet, il ne peut être envisagé de considérer une information pertinente si, au préalable, elle n'a pas fait l'objet de vérifications sur son authenticité. Sa protection est essentielle pour assurer le développement des sociétés interconnectées entre elles. Pour autant, sa rapidité de traitement à l'ère du numérique et de l'accès au réseau Internet ne constitue pas une garantie suffisante pour penser que la transparence des informations constitue un fait établi.

Que ce soit les scandales comptables, crise de l'intégrité de l'information financière, ou la crise des *subprimes*, détournement de l'information sur les risques, la maîtrise des informations diffusées par les sociétés cotées est devenue essentielle dans un système économique où la confiance constitue la valeur cardinale des parties contractantes.

L'économie de la confiance est avant tout une « économie informationnelle » où le droit sert de garant pour réduire les asymétries entre intervenants.

L'élaboration technique de l'information financière, apanage des communautés du chiffre, nécessite l'intervention des communautés juridiques pour que soit respectés les principes fondamentaux de la transparence dont les soubassements reposent sur l'égalité de traitement entre investisseurs et l'équité d'accès à l'information. En effet, chaque intervenant doit pouvoir bénéficier de la même quantité et qualité d'information pour rendre optimale sa prise de décision.

C'est la raison pour laquelle, l'élaboration de l'information financière (première partie), ne pouvant être dissociée de ses composantes sociales et environnementales (deuxième partie), constitue un préalable indispensable pour comprendre les moyens dont disposent les autorités de régulation pour en protéger l'intégrité (troisième partie).

Première partie : L'élaboration de l'information financière

Plan de la première partie :

Chapitre 1: La transparence de l'information financière

Chapitre 2 : La réglementation de l'information comptable et financière

Chapitre 3 : La qualité de l'information comptable et financière

Chapitre 4 : La place des informations environnementales et sociales dans les documents financiers

La crise des *subprimes*, crise de l'information sur les risques financiers, démontre que les enseignements de la crise de l'intégrité de l'information financière n'ont pas été tirés à la suite des scandales financiers et comptables, Enron, WorldCom, Parmalat, Tyco, Adelphia, le Crédit Lyonnais et Vivendi Universal. L'information comptable et financière délivrée par ces sociétés cotées et les établissements financiers constitua l'élément déclencheur de ces crises de confiance.

L'information financière s'est trouvée au cœur d'une réflexion visant à considérer que, pour satisfaire aux objectifs de toute activité humaine, il faut une information précise, harmonisée et sans biais imposant aux professionnels du chiffre de devenir des professions de communication financière en quête d'une confiance retrouvée.

L'harmonisation de cette information demeure la condition *sine qua non* de son utilisation. La loi Sarbanes-Oxley du 30 juillet 2002, aux Etats-Unis, la directive du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché du Parlement européen et du Conseil, en France, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 et la directive transparence du 15 décembre 2004 ont constitué le socle des réformes modernes visant à s'assurer que le virus des « comptes truqués » et de l'information financière manipulée ne se propagerait plus. La crise des subprimes souligne l'impérieuse nécessité d'aboutir à un protocole international de bonne gouvernance de l'information financière permettant à l'ensemble des parties prenantes un accès égalitaire à ce bien public particulier.

Conscient de l'efficacité de l'action du gouvernement d'entreprise, « la transparence de l'information financière met en œuvre une triple problématique : comment promouvoir la qualité des normes et des systèmes comptables qui conditionnent la pertinence et la cohérence de l'information financière ; comment assurer la diffusion effective d'une information, dans des délais suffisamment rapides pour que cette information soit de nature à éclairer la décision d'investir ; comment garantir un traitement équitable des actionnaires au regard de l'information concernant les entreprises »¹. Répondre à cette triple problématique exige de présenter les cadres juridiques de la transparence de l'information financière (chapitre 1). La réglementation de l'information comptable et financière (chapitre 2) est au service d'une démarche qualitative orientée autour du concept d'image fidèle (chapitre 3). Cette démarche se matérialise par la prise en compte des informations environnementales et sociales dans les documents financiers (chapitre 4).

¹ M. Prada, Transparence de l'information et qualité du gouvernement d'entreprise : Bilan des évolutions européennes, *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2007*, Association d'économie financière, mai 2007, p. 288

Chapitre 1 : La transparence de l'information financière

Plan du chapitre

- I- Approche pluridisciplinaire du concept de transparence de l'information financière
 - A. Absence d'une définition juridique précise de la transparence
 - B. Développement d'une approche procédurale de la transparence de l'information financière
- II- Mise en œuvre technique de la transparence de l'information financière
 - A. Le concept d'information réglementée comme fondement de la transparence
 - B. La construction de la transparence au travers de l'information périodique
 - C. La construction de la transparence au travers de l'information permanente
- Conclusion du chapitre 1

Résumé :

La transparence de l'information financière ne se décrète pas par l'autorégulation mais se construit autour d'un cadre normatif précisant le concept d'information réglementée. Pour être pertinente, l'information financière délivrée annuellement, semestriellement et trimestriellement doit répondre par un contenu adapté aux préoccupations des parties prenantes. La directive transparence du 15 décembre 2004 contribue ainsi à l'intégrité des informations financières et comptables produites par les sociétés cotées.

Soucieux de promouvoir une « économie de la confiance » gage de pérennité des échanges internationaux, le législateur européen a renforcé les cadres juridiques permettant de protéger « l'intégrité » des informations financières et comptables produites et diffusées. La quête de la transparence s'est imposée comme la réponse permettant d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Il s'en est suivi une approche très technique du concept de transparence sans qu'il soit possible d'en donner une définition normative synthétique. S'est alors imposé un concept d'information réglementée, construit autour de la délivrance d'une information périodique et permanente. Cette approche très procédurale ne doit cependant pas faire oublier qu'elle est censée avoir pour résultat l'égalité de traitement entre investisseurs et l'équité dans l'accès à l'information financière.

Il convient donc de relever l'origine du concept de transparence pour en cerner les difficultés (I) et de présenter le rôle essentiel tenu par l'information réglementée dans le cadre d'une définition technique de la transparence (II).

I- Approches pluridisciplinaires du concept de transparence de l'information financière

La transparence des informations financières et comptables ne peut se concevoir sans que soit rappelé le droit d'accès à des informations détenues par les entités publiques et privées. L'ONG *Global transparency Initiative* va jusqu'à affirmer que ce droit humain fondamental énoncé par l'article 19 de la Déclaration Universelle des Droits Humains des Nations Unies,

qui garantit le droit de « rechercher, recevoir et répandre des informations et des idées » s'applique à la question des informations financières.

Et effectivement, l'accès aux informations financières et comptables constitue le moteur de l'égalité de traitement entre investisseurs et le socle de la « démocratie actionnariale ».

L'absence d'une définition juridique précise du concept de transparence des marchés (A) se traduit par le développement d'une approche procédurale du contenu de l'information réglementée (B).

A. Absence d'une définition juridique précise de la transparence

Il n'existe pas de définition académique du terme de transparence bien qu'il soit « familier des conjonctures juridiques »². Selon le Dictionnaire historique de la langue française³, ce mot s'applique, dans l'espace de la physique, à « ce qui laisse passer la lumière et paraître nettement les objets placés derrière »⁴. Dès 1862, le sens figuré de transparence s'impose pour signifier la « qualité de ce qui laisse paraître la réalité toute entière, de ce qui exprime la vérité sans l'altérer »⁵, « qui ne cache rien »⁶. Cette définition est reprise par les champs académiques couvrant les domaines de la psychologie, de l'information, de l'éthique. « le droit communautaire va dans ce sens lorsqu'il lance, en 1999, le Plan d'action pour les services financiers (PASF) et, en 2003, celui sur la modernisation du droit des sociétés. La Commission rappelle dans le PASF, qu'il convient « de rendre confiance » aux investisseurs par des « informations fiables », avant tout financières »⁷. La transparence de l'information financière se conçoit alors comme la pierre angulaire d'une concurrence équitable et l'assurance d'une meilleure liquidité des marchés financiers. Elle est la résultante de la construction et de la diffusion de l'information financière. Ainsi, la transparence est un objectif général, et les obligations imposées aux opérateurs en matière d'information financière constituent le moyen de l'atteindre.

La directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence en ce qui concerne l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (directive transparence)⁸ n'est pas aussi novatrice qu'elle le laisse présager. Cette directive a cependant le mérite d'instituer une meilleure information périodique et permet de mettre les investisseurs européens, situés ou non dans l'Etat membre d'origine de l'émetteur, sur un pied d'égalité lorsqu'ils veulent accéder à des données.

² M. Luby, Droit communautaire des sociétés en 2004 : cap sur la transparence, *Revue de droit des sociétés*, LexisNexis Jurisclasseur, n°5, mai 2005, p. 7

³ A.Rey et alii, *Dictionnaire historique de la langue française*, Dictionnaires Le Robert – Paris, janvier 2000, 3^e édition, 2 tomes, p. 2318

⁴ Ibid

⁵ A.Rey et alii, *Le Grand ROBERT de la langue française*, Dictionnaires Le Robert – Paris, octobre 2001, tome 6, p. 1417

⁶ Ibid

⁷ M. Luby, *op. cit.*

⁸ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE

B. Développement d'une approche procédurale de la transparence de l'information financière

Confronté à la carence d'une définition générale de la transparence, le législateur européen a répondu par une définition procédurale reposant sur un contenu précis d'informations à remettre aux partenaires des sociétés cotées, notamment. La directive 2006/46/CE⁹ visant à renforcer la réglementation comptable et la directive 2004/109/CE (directive transparence) s'inscrivent dans cette logique.

La directive sur la réglementation comptable pose, en conséquence, le problème de la responsabilité du « gouvernement d'entreprise »¹⁰ dans l'amélioration de la transparence. Elle institue une responsabilité collective des membres des organes d'administration ou de direction dans toute l'Union européenne. L'article 50 ter énonce que « les Etats membres veillent à ce que les membres des organes d'administration et de gestion et de surveillance de la société aient l'obligation collective de veiller à ce que l'établissement et la publication des comptes annuels, du rapport de gestion et, lorsqu'elle fait l'objet d'une publication séparée, de la déclaration de gouvernement d'entreprise, soient conformes, d'une part, à la présente directive, mais également aux normes comptables internationales telles qu'adoptées conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 ». L'article 60 bis laisse aux Etats membres le soin de déterminer les règles relatives aux infractions aux dispositions nationales adoptées conformément à la directive et l'échelle des sanctions qui en résultent.

La responsabilité des dirigeants des sociétés cotées, confirmée par la directive transparence, se matérialise par des solutions techniques élaborées autour d'une information comptable et financière sans biais, susceptible de permettre aux investisseurs de décider en toute connaissance de cause. Néanmoins, cette abondante réglementation induit de nombreuses critiques sur le plan doctrinal¹¹. La transparence ne résulterait pas d'un contenu détaillé et sophistiqué de l'information financière, mais du fonctionnement des marchés.

II- Mise en œuvre technique de la transparence de l'information financière comme déterminant de la confiance

La directive Transparence porte essentiellement sur la manière dont on peut assurer une confiance durable des investisseurs dans la connaissance exacte des résultats économiques et des actifs des émetteurs. Le considérant n°1 énonce que « la divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante de cette confiance ». Elle place au cœur du dispositif normatif un niveau élevé de protection des investisseurs (considérant n°5 et n°7), et s'inspire du principe consistant à fournir une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes d'un émetteur (considérant n°9).

⁹ Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/647/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance. Cette directive doit être transposée au plus tard le 5 septembre 2008.

¹⁰ Le concept de gouvernement d'entreprise est abordé dans le troisième chapitre de la première partie.

¹¹ Les critiques doctrinales sont abordées dans le premier chapitre de la deuxième partie relatif à la régulation de l'information financière comme condition essentielle de la recherche de transparence.

Transposée en droit français, elle apporte une définition précise du concept d'information réglementée (A). L'idée de la nécessité des informations périodiques (B) et permanentes (C) est au centre des dispositifs d'application.

A. Le concept d'information réglementée comme fondement de la transparence

Le concept d'information réglementée repose à la fois sur un cadre juridique précis et sur un contenu détaillé.

C'est la directive Transparence qui fixe le cadre des obligations d'information périodiques des sociétés et les nouvelles modalités de diffusion et d'archivage de l'information réglementée. Un arrêté ministériel du 4 janvier 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au journal officiel du 20 janvier 2007, a permis la transposition en droit français de la directive transparence.

Encadré n°1 : Définition du concept d'information réglementée :

L'article 2 (§K) de la directive Transparence définit l'« information réglementée » comme « toute information que l'émetteur, ou toute autre personne ayant sollicité, sans le consentement de celui-ci, l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, est tenu de communiquer en vertu de la présente directive, de l'article 6 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ou des dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un Etat membre adoptées en vertu de l'article 3, paragraphe 1 de la présente directive ».

Il convient de remarquer que la définition de l'information réglementée est analytique et descriptive. Elle repose sur une liste exhaustive de pièces comptables et financières à fournir. Deux grands axes en émergent, le premier est relatif à l'information de nature comptable et financière produite à partir de données essentiellement économiques et le second, propre à la logique du gouvernement d'entreprise, repose sur l'évolution de la vie juridique de la société.

Le règlement général de l'AMF¹² définit l'information réglementée de manière essentiellement technique, sous la forme d'une liste qui comprend des rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels, des rapports sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise, de nombreux communiqués relatifs à l'information permanente. Les actionnaires doivent également avoir connaissance de l'évolution de la structure capitalistique de la société¹³, des modalités de mise à disposition ou de consultation des documents préparatoires à l'assemblée générale et des honoraires versés aux contrôleurs légaux des comptes.

Dans le cas de sociétés ayant fait appel public à l'épargne mais dont aucun instrument financier n'est coté sur un marché réglementé, l'information réglementée comprend le rapport sur le contrôle interne et le gouvernement de l'entreprise, le communiqué relatif aux

¹² AMF, Communiqué de presse du 22 janvier 2007

¹³ Information mensuelle relative au nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital social de la société, descriptif des programmes de rachat d'actions propres, communiqué mensuel regroupant les déclarations hebdomadaires de rachat d'actions

honoraires des contrôleurs légaux des comptes, le communiqué précisant les modalités de mise à disposition d'un prospectus et les communiqués publiés par la société au titre de l'obligation d'information permanente.

La diffusion et l'archivage de l'information réglementée font l'objet d'une réglementation précise.

Les modifications du règlement général de l'AMF, homologuées par arrêté du 4 janvier 2007, prévoient que toute société ayant fait appel public à l'épargne doit s'assurer de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Elle doit, au moment de sa diffusion être déposée auprès de l'AMF. De plus, pour les sociétés cotées sur l'Eurolist, la diffusion effective et intégrale doit être réalisée par voie électronique en respectant les critères définis par le règlement qui impose une diffusion auprès d'un large public au sein de l'Union européenne et selon les modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information. Ainsi, les sociétés pourront choisir entre diffuser elles-mêmes l'information réglementée ou, si elles souhaitent bénéficier d'une présomption de diffusion effective et intégrale, utiliser les services d'un diffuseur professionnel qui satisfait aux critères de diffusion fixés par le règlement général de l'AMF.

Les sociétés cotées doivent procéder également à une communication financière par voie de presse écrite. Les modalités de celle-ci, précisées par une recommandation de l'AMF¹⁴, sont déterminées par les sociétés en fonction de la structure de leur actionnariat et de leur taille.

Concernant l'archivage de l'information réglementée, « toute société ayant fait appel public à l'épargne met en ligne sur son site internet l'information réglementée dès sa diffusion. L'information réglementée est conservée pendant au moins cinq ans à compter de sa date de diffusion.

Pour les sociétés ayant fait appel public à l'épargne mais dont aucun instrument financier n'est coté sur un marché réglementé, la mise en ligne de l'information réglementée sur leur site internet vaut diffusion effective et intégrale »¹⁵.

B. La construction de la transparence par la périodicité de l'information

Les articles 221-1 à 222-9 du règlement général de l'AMF transposant la directive Transparence précisent le contenu de l'information périodique en trois phases, annuelles, semestrielles et trimestrielles. Un calendrier d'application est prévu à cet effet¹⁶.

L'objectif de la diffusion d'un rapport financier annuel avait été exposé par l'amendement 8 du considérant 8 du Parlement européen « dès lors que les valeurs mobilières d'un émetteur sont admises à la négociation sur un marché réglementé, un rapport financier annuel doit assurer la divulgation d'un certain nombre d'informations d'année en année. En effet, accroître la comparabilité des rapports financiers annuels n'est utile aux investisseurs opérant sur les marchés des valeurs mobilières que s'ils peuvent être sûrs que ces informations seront

¹⁴ D'après O. de Mattos, Focus, Marchés financiers : les nouvelles obligations d'information des sociétés et les nouvelles modalités de diffusion et d'archivage de l'information réglementée, *Cahiers de droit de l'entreprise*, lexisNexis, Janvier-février 2007, n° 1, p. 6 et AMF, *Communiqué de presse*, 22 janvier 2007

¹⁵ AMF, *Communiqué de presse* du 22 janvier 2007

¹⁶ Les obligations de publication au BALO sont présentées dans le chapitre 2 de la deuxième partie.

publiées au plus tard dans un certain délai après la fin de l'exercice »¹⁷. Le considérant n°10 de la directive reprend cet amendement.

Le rapport financier annuel, selon le Parlement européen, est la clé de voûte de la transparence des rémunérations des dirigeants. Le considérant 8 ter précise que « le rapport financier annuel devrait inclure des informations sur le barème des rémunérations des salariés de l'émetteur et sur le montant total de la rémunération versée à tous les membres des organes d'administration, de direction et de surveillance, ainsi qu'aux membres de la haute direction, afin que les investisseurs soient pleinement informés des rémunérations versées par les émetteurs ».

La Commission économique et monétaire du Parlement européen justifie ainsi cet amendement. « La gestion des sociétés privées doit satisfaire pleinement aux principes de responsabilité, de transparence et d'ouverture en ce qui concerne la structure des rémunérations. Le barème des salaires (qui existe déjà dans le secteur public) devrait donc figurer dans le rapport financier annuel, de telle sorte que les investisseurs disposent de tous les éléments pour juger de la politique menée en matière de rémunération par les sociétés dans lesquelles ils investissent. En ce qui concerne les membres de la direction, le montant total de la rémunération devrait être spécifié, y compris par exemple, le régime de retraite et les options sur actions ». Le considérant n°13 de la directive prend en compte le devoir de transparence en matière de politique de rémunération mais en diffère l'application à un « avenir proche » ce qui conduisit « à rejeter les amendements qui concernaient les salaires des dirigeants »¹⁸.

La transposition de la directive Transparence implique pour les sociétés cotées sur Eurolist Paris l'obligation de publier, dans les 4 mois de la clôture de l'exercice, un rapport financier annuel comprenant notamment les comptes annuels. Dans le cadre d'un communiqué de presse du 22 janvier 2007, l'AMF précise que le rapport financier annuel contient une déclaration de la ou des personnes responsables. Ces personnes doivent attester qu'à leur connaissance, les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables donnant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation. De plus, elles doivent présenter, d'une part, un rapport de gestion fidèle à l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation et d'autre part, une description des principaux risques et de l'incertitude auxquels ils sont confrontés.

Les sociétés étrangères pour lesquelles l'AMF est l'autorité compétente donneront des informations équivalentes à celles exigées par le règlement général. En effet, l'article 23 de la directive Transparence dispose que, lorsque le siège social de la société est situé dans un pays tiers, l'autorité compétente peut exempter celle-ci des obligations de publication périodique, à condition que la loi du pays tiers en question fixe les obligations équivalentes ou que cette société satisfasse à celles d'un pays tiers que l'autorité compétente juge équivalente. De plus,

¹⁷ Rapporteur: Peter William Skinner, Parlement européen, Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE(COM(2003) 138 – C5-0151/2003 – 2003/0045(COD)). Commission économique et monétaire.

¹⁸ COD :2003/0045 : 30/03/2004 –PE : avis législatif en 1^{er} lecture ou lecture unique.

l'arrêté du 4 janvier 2007 précise que les sociétés qui incluent dans leur rapport financier annuel les honoraires de leurs contrôleurs légaux et le rapport de leur président sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise sont dispensées de la publication séparée de ces informations. Le code monétaire et financier renvoie au règlement général de l'AMF le soin de préciser le contenu de ce rapport (article L. 451-1-2-V). En conséquence, ce rapport doit comprendre les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, un rapport de gestion, une déclaration des personnes responsables de ces documents et les rapports des commissaires aux comptes.

L'AMF, dans son communiqué du 30 novembre 2006, précise que le projet de règlement général définit *a minima* les exigences du contenu du rapport de gestion, publié dans un délai de 4 mois, par rapport à la 4^e directive sur les comptes annuels et à la 7^e directive sur les comptes consolidés. Ce rapport devra ainsi contenir au minimum des informations permettant de connaître l'analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation de la société, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elle est confrontée, la structure du capital de la société et les éléments susceptibles d'avoir une influence en cas d'offre publique, le nombre d'actions achetées et vendues au cours de l'exercice, dans le cadre d'un programme de rachat, et les caractéristiques de ces opérations et, si l'émetteur est tenu d'établir des comptes consolidés, les informations relatives au contenu du rapport de gestion consolidé.

Le contenu du rapport financier annuel décrit par l'AMF s'appliquera à tous les exercices ouverts à compter du 20 janvier 2007, date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations d'information périodique.

Encadré n° 2 : Le rapport financier annuel et le document de référence peuvent-ils servir de rapport annuel ?

Le rapport financier annuel, ou le document de référence, peut servir de rapport présenté à l'assemblée générale des actionnaires, s'il est complété des informations et éléments exigés par le code de commerce.

Rappelons que le "rapport annuel" n'est pas défini par les textes législatifs ou réglementaires. On désigne communément sous ce terme, l'ensemble des informations présentées à l'assemblée générale conformément à la loi, regroupées dans un seul document et complétées la plupart du temps par une communication spécifique à l'attention des actionnaires (message du président, par exemple).

En particulier, le rapport de gestion figurant dans le rapport financier annuel doit être complété, notamment, par les éléments suivants :

- la participation des salariés au capital social (art. L. 225-102 du code de com.) ;
- la rémunération et les avantages de toute nature versés à chaque mandataire social (art. L. 225-102-1 du code de com.) ;
- les mandats et fonctions exercés par chacun de ces mandataires sociaux (art. L. 225-102-1 du code de com.) ;
- les conséquences sociales et environnementales de l'activité de la société (art. L. 225-102-1 du code de com.) ;
- la description des installations Seveso (art. L. 225-102-2 du code de com.) ;
- l'activité des filiales et des participations et l'indication des prises de participation (art. L. 233-6 du code de com.) ;

- l'indication des franchissements de seuils et la répartition du capital (art. L 233-13 du code de com.) ;
- le tableau récapitulatif des délégations pour augmenter le capital en cours de validité (art. L 225-100 du code de com.) ;
- le récapitulatif des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société (art. 222-15-3 du règlement général de l'AMF en application de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier) ;
- le rapport du président sur le fonctionnement du conseil et sur le contrôle interne (art. L. 225-37 et L. 225-68 du code de com.).

Source : AMF, Mise à jour des questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris publiées par l'AMF le 14 février 2007, 3 octobre 2008

Pour le rapport financier semestriel, le Parlement européen en a précisé la finalité dans le cadre de l'amendement 9 au considérant 8 bis (nouveau) : « La directive prévoira l'établissement de rapports financiers semestriels plus complets pour les émetteurs de titres admis à la négociation sur un marché réglementé. Cela devrait permettre aux investisseurs d'apprécier en meilleure connaissance de cause la situation de l'émetteur ». ¹⁹ En conséquence, ce rapport, comprenant notamment des comptes condensés et un rapport semestriel d'activité, devra être présenté dans les 2 mois suivant la clôture du premier semestre. L'AMF précise qu'à l'instar du rapport financier annuel, ce rapport semestriel contient une déclaration de la ou des personnes responsables. Elles attesteront donc qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et revêtent les mêmes qualités que les informations contenues dans le rapport annuel. De plus, les sociétés présentant des comptes consolidés établiront leurs comptes semestriels en application de la norme IAS 34 portant sur l'information financière intermédiaire. Celles qui ne sont pas soumises à l'obligation de présenter des comptes consolidés et celles qui bénéficient d'une période transitoire, établiront leurs comptes conformément aux modalités définies par le règlement général.

Encadré n° 3 : Rapport financier semestriel

La directive Transparence prévoit en son article 5 que les émetteurs cotés de titres de capital ou de titres de créances publient un rapport financier semestriel couvrant les 6 premiers mois de chaque exercice, le plus tôt possible après la fin du semestre couvert et au plus tard deux mois après la fin du semestre.

La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 a transposé cette directive dans le code monétaire et financier.

L'article L. 451-1-2 III dudit code prévoit que les émetteurs, dont les titres de capital ou de créances sont admis aux négociations sur un marché réglementé, publient et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier semestriel dans les 2 mois qui suivent la fin du premier semestre de l'exercice.

Ce rapport financier semestriel comprend :

1. des comptes condensés pour le semestre écoulé, présentés sous forme consolidée, le cas échéant ;

¹⁹ Ibid

2. un rapport semestriel d'activité ;
3. une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents ;
4. le rapport des commissaires aux comptes sur l'examen limité des comptes précités.

Source : AMF, Etude portant sur l'information financière publiée au titre du 1er semestre 2008, dans le cadre de la première application de la directive Transparence, 20 mai 2009

Au sujet du contenu de l'information financière trimestrielle, les amendements rédigés par le Parlement européen ont conduit à en alléger les contraintes pesant sur la diffusion. Ainsi, l'amendement 68 vise la suppression de l'article 6 du projet de directive. « La publication de rapports trimestriels n'est pas un bon moyen d'améliorer l'information des investisseurs (cela nuirait à la continuité de l'information, les émetteurs risquant de conserver par-devers eux les mauvaises nouvelles jusqu'au rapport trimestriel suivant) et décevrait les attentes des investisseurs à cet égard. La publication d'informations trimestrielles est extrêmement coûteuse et incite la direction à privilégier les gains à court terme au détriment de la stratégie à long terme. Ce qui importe aux investisseurs, c'est de disposer en temps utile des informations qui les intéressent »²⁰. Le rapport Skinner²¹ sur la transparence aboutit à un compromis se traduisant par le rejet des rapports trimestriels et leur remplacement par des rapports intérimaires de direction. Les émetteurs rendront publics un rapport de leur direction pendant le premier semestre de l'exercice et un autre rapport pendant le second semestre. Ces rapports contiendront une explication des événements et des transactions importantes qui auront eu lieu ainsi qu'une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entreprises qu'il contrôle. Les sociétés qui publient des rapports trimestriels n'auront pas à fournir les rapports de direction. En conséquence, seules les sociétés dont les actions sont cotées ont l'obligation de fournir une information trimestrielle comprenant notamment, outre le chiffre d'affaires de la période, une description générale de la situation financière et des résultats de la société, et ce dans les 45 jours qui suivent la fin des premiers et troisièmes trimestres.

La Banque centrale européenne, dans le cadre d'un avis émis le 30 septembre 2003²², a considéré que l'information trimestrielle n'avait à inclure que l'information jugée la plus importante pour les investisseurs, réduisant ainsi au minimum la charge pesant sur les émetteurs.

Encadré n° 4 : Information financière trimestrielle

L'AMF confirme que les sociétés n'auront pas l'obligation de publier des comptes trimestriels. Plus précisément, l'information trimestrielle devra comprendre (article L. 451-1-2 IV du Code monétaire et financier) :

²⁰ Ibid

²¹ Ibid

²² Banque centrale européenne, *Avis du 30 septembre 2003 sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE*, JOUE 9/10/2003, C 242/6

1. Une explication des opérations et événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une explication de leur incidence sur la situation de l'émetteur et des entités qu'il contrôle ;
2. Une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle pendant la période considérée ;
3. Le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé et, le cas échéant, de chacun des trimestres précédents de l'exercice en cours et de l'ensemble de cet exercice, ainsi que l'indication des chiffres d'affaires correspondants de l'exercice précédent. Ce montant est établi individuellement ou, le cas échéant, de façon consolidée.

Source : AMF, Mise à jour des questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris publiées par l'AMF le 14 février 2007, 3 octobre 2008

L'AMF indique que les sociétés n'auront pas l'obligation de publier leurs résultats ni les soldes intermédiaires. Afin de déterminer le contenu des informations mentionnées, les sociétés pourront se référer à la recommandation publiée par les associations professionnelles sur le contenu de l'information trimestrielle.²³

Le calendrier de mise en œuvre de la transposition de la Directive Transparence a été élaboré par les pouvoirs publics. Le législateur a fixé les grands principes de ces nouvelles obligations et a laissé à l'AMF le soin de déterminer un calendrier progressif dès le 20 janvier 2007.

Les nouvelles obligations d'attestation sur les documents à publier mises à la charge des dirigeants auront un impact non négligeable en termes de délai et de contenu²⁴. Concernant le rapport financier annuel, il s'agit de rendre public, dans les quatre mois, des comptes définitifs et non pas provisoires, comme c'est le cas actuellement, et de les faire arrêter par l'organe de gestion. Ils doivent être audités, dans la mesure où le rapport des commissaires aux comptes doit être publié concomitamment. Au sujet du rapport financier semestriel, les délais sont réduits à deux mois. S'agissant de l'information financière trimestrielle pour la période postérieure au 20 janvier 2007, l'article L. 451-1-2, IV du Code monétaire et financier, dans sa rédaction résultant de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, énonce que les émetteurs français et étrangers soumis à l'obligation d'information annuelle devront fournir en outre, sur une base trimestrielle, une explication des opérations et des événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et de leur incidence sur leur situation financière et celle des entités qu'ils contrôlent ainsi qu'une description générale de leur situation financière et de leurs résultats comme de ceux des entités qu'ils contrôlent pendant la période considérée.

²³ L'AMF présente les associations professionnelles dans son communiqué de presse du 30 novembre 2006. L'Association Française des Entreprises Privées (AFEP), l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), l'Association Française des Investor Relations (CLIFF), le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), le Comité des Valeurs Moyennes Européennes (MIDDLENEXT) et la Société Française des Analystes Financiers (SFAF).

²⁴ D'après M. Supiot, Nouvelles obligations d'information périodique imposées par la directive transparence : l'AMF précise le calendrier d'application, *Option Finance*, n°907, 20 novembre 2006, p. 31

30/11/2006 : Questions-Réponses sur les nouvelles obligations d'information financière des sociétés cotées sur l'Eurolist Paris

<http://www.amf-france.org/affiche.asp?Id=7492>

Concernant, la publication conjointe des comptes au BALO, l'AMF, dans un communiqué de presse du 30 novembre 2006²⁵, précise que les obligations de publication requises par le Code de commerce et le décret n°67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales sont toujours en vigueur. Les sociétés dont les actions sont cotées sur l'Eurolist Paris doivent donc continuer à publier au BALO les informations définies par les articles 294 à 299 du décret susmentionné.

L'AMF rappelle que ces sociétés doivent publier au BALO dans les 4 mois qui suivent la clôture de l'exercice, les comptes provisoires et le projet d'affectation du résultat, dans les 45 jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale, les comptes annuels approuvés et la décision d'affectation du résultat, dans les 45 jours qui suivent chacun des trimestres de l'exercice, le montant net du chiffre d'affaires par branches d'activité et, le cas échéant, de chacun des trimestres précédents de l'exercice en cours et de l'ensemble de l'exercice et dans les 4 mois qui suivent la fin du premier semestre de l'exercice, un tableau d'activité et de résultat du semestre et le rapport d'activité mentionné à l'article L. 232-7 du Code de commerce.

Ces obligations conjointes sont valables jusqu'au 1^{er} septembre 2008. Le décret n° 2008-258 du 13 mars 2008 relatif à la publication de l'information financière réglementée supprime, à terme, pour les sociétés dont les actions sont admises, en tout ou partie, à la négociation sur un marché réglementé, les dispositions prévoyant la publicité de l'information semestrielle et trimestrielle au BALO²⁶. Elles sont remplacées par le dépôt auprès de l'AMF des informations prévues par la directive Transparence.

Encadré n° 5 : Quelles sont les modifications apportées par le décret du 13 mars 2008 concernant les publications au BALO ?

Le décret n° 2008-258 du 13 mars 2008 est entré en vigueur le 1^{er} septembre 2008. Il supprime ou modifie certaines obligations de publication au BALO incombant aux sociétés cotées et redondantes avec les obligations d'information périodique issues de la directive Transparence.

Plus précisément, depuis le 1^{er} septembre 2008, les sociétés cotées n'ont plus l'obligation de publier au BALO :

- le chiffre d'affaires de chaque trimestre écoulé,
- les comptes semestriels,
- les comptes annuels provisoires.

Pour les sociétés dont l'exercice comptable coïncide avec l'année civile, la suppression de ces obligations s'applique dès à présent au chiffre d'affaires du troisième trimestre 2008 et aux comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2008 : les sociétés n'ont plus l'obligation de publier ces informations au BALO.

Par ailleurs, s'agissant de la publication des comptes annuels définitifs approuvés par l'assemblée générale, les sociétés continueront à publier au BALO, dans les 45 jours après la

²⁵ Autorité des marchés financiers, questions-réponses sur les nouvelles obligations d'information financière des sociétés cotées sur l'Eurolist Paris, *Communiqué de presse*, 30 novembre 2006, p. 2

²⁶ Rédaction Groupe Revue fiduciaire, Panorama de l'actualité, *Revue fiduciaire comptable*, n° 349, avril 2008, p. 5

tenue de l'assemblée générale statuant sur les comptes, un avis indiquant que les comptes annuels ont été approuvés sans modification par l'assemblée générale et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel.

Source : AMF, Mise à jour des questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris publiées par l'AMF le 14 février 2007, 3 octobre 2008

C. La construction de la transparence au travers de l'information permanente

Les articles 223-1 à 223-35 du titre II du livre II du règlement général de l'AMF intègrent le contenu des mesures de la directive Transparence transposée en droit français. Les obligations d'informations permanentes portent essentiellement sur le devoir d'information du public *lato sensu* et *stricto sensu* lorsqu'il y a franchissement de seuils de parts de détention du capital social.

L'obligation d'information permanente du public *lato sensu* signifie que les investisseurs doivent accéder à des données financières et comptables à tout moment, afin d'orienter en connaissance de cause leur prise de décision. En conséquence, « la directive transposée prévoit, d'une part, que l'information réglementée doit être publiée de manière à permettre un accès non discriminatoire, en temps utile pour les investisseurs, et –dans le même temps – déposée auprès de l'autorité compétente et adressée au mécanisme centralisé d'archivage officiel mis en place par l'Etat membre d'origine pour la conservation de ces informations et, d'autre part, que l'Etat membre d'origine exige des émetteurs qu'ils recourent « à des médias dont on puisse raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations auprès du public dans l'ensemble de l'Union européenne », sans pouvoir les obliger à utiliser uniquement des médias établis sur leur territoire »²⁷.

L'obligation d'information *stricto sensu* en situation de franchissements de seuils, déclarations d'intention et changements d'intention est retenue par le Parlement européen, dans le cadre de l'amendement n° 2 au considérant n°2. Il expose que « les émetteurs de valeurs mobilières doivent assurer, par un flux régulier d'informations, un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs. À cette même fin, les actionnaires ou les personnes physiques ou morales détenant des droits de vote ou des instruments financiers leur donnant le droit d'acquérir des actions existantes assorties de droits de vote, doivent aussi aviser les émetteurs de l'acquisition de participations importantes dans leur capital ou d'autres modifications y relatives, de manière à leur permettre d'en tenir le public informé ». Cet amendement a été intégré dans le considérant n°2 de la directive « transparence ».

Techniquement, la directive prévoit que :

- Le détenteur d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé doit informer l'émetteur de ces actions lorsque le pourcentage des droits de vote ou, le cas échéant, du capital qu'il détient, franchit à la hausse ou à la baisse l'un des seuils suivants : 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% ou 95% y compris à la suite d'un événement modifiant la répartition des droits de vote ;

²⁷ Autorité des marchés financiers, *La régulation française dans la future Europe financière*, 2 février 2006, p. 22

- La personne physique ou morale qui dispose du droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote dans les cas prévus par la directive (art. 10), tels qu'un accord relatif à un exercice concerté des droits de vote, un transfert temporaire, un dépôt de garantie des actions auxquelles les droits de vote concernés sont attachés, est soumise aux mêmes obligations déclaratives ;
- Des dérogations s'appliquent aux détenteurs d'actions lorsque la déclaration est effectuée par l'entité qui les contrôle directement ou indirectement et que, dans certains cas, l'entreprise mère d'une société de gestion ou d'une entreprise d'investissement n'est pas tenue d'agréger ses droits de vote avec ceux de sa filiale, selon les modalités fixées par le CESR.

En conséquence, les sociétés cotées ont l'obligation de publier chaque mois le nombre de droits de vote et le nombre d'actions composant leur capital social. Il est à noter que la rédaction de ce point spécifique a été modifiée afin de reprendre fidèlement la rédaction de l'article L. 233-8 II du Code de commerce. Cette disposition permet aux sociétés d'arrêter le décompte des droits de vote et du nombre d'actions le dernier jour du mois, pour publication dans les premiers jours du mois suivant.

Les sociétés cotées ont également l'obligation de rendre publiques :

- toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions, y compris les droits attachés aux instruments dérivés émis par la société et donnant accès aux actions de la société ;
- toute modification des conditions de l'émission susceptibles d'avoir une incidence directe sur les droits des porteurs des instruments financiers autres que les actions ;
- les nouvelles émissions d'emprunt et les garanties dont elles seraient, le cas échéant, assorties.

Ces informations entrant dans la définition de l'information réglementée en suivront les modalités pour leur diffusion.

La loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 ²⁸ par son article 152 habilite le Gouvernement à prendre par voie d'ordonnances un grand nombre de mesures relevant du domaine de la loi et « nécessaire à la modernisation du cadre juridique de la place financière française ». L'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 ²⁹ relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intention s'inscrit dans cette logique. Cette ordonnance a pour effet de transposer la directive transparence. L'article 2, modifiant l'article L. 233-7 du Code de commerce, prévoit à l'occasion d'une déclaration de franchissement de seuils, une information séparée sur :

- Les titres qui donnent accès aux actions à émettre et aux droits de vote qui y sont liés ;
- Les actions ou les droits de vote qui peuvent être acquis par le déclarant en vertu d'un accord ou d'un instrument financier à condition que le dénouement physique (livraison d'actions) ne dépende pas de la seule initiative du déclarant ;
- Les actions sur lesquelles portent des accords ou des instruments financiers qui se dénouent exclusivement en numéraire et qui ont pour le déclarant le même effet économique que s'il les détenait.

²⁸ Loi de modernisation de l'économie n°2008-776, 4 août 2008 : JO 5 août 2008

²⁹ Ordonnance n° 2009-105 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, 30 janvier 2009, JO 31 janv. 2009, p. 1835

« Cette déclaration a pour objectif d'accroître l'information sur l'exposition économique des actionnaires par rapport au capital d'un émetteur »³⁰.

Encadré n° 6 : Article 2, 4°, VII de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.

« Cette déclaration précise les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration. « Cette déclaration est adressée à la société dont les actions ont été acquises et doit parvenir à l'Autorité des marchés financiers dans des délais fixés par décret en Conseil d'Etat. Cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

« En cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter du dépôt de cette déclaration, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à la société et à l'Autorité des marchés financiers sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions. Cette nouvelle déclaration fait courir à nouveau le délai de six mois mentionné au premier alinéa. »

Conclusion du chapitre 1 :

Les cadres juridiques de la transparence de l'information financière sont déterminants pour que les marchés financiers puissent fonctionner avec fluidité. Cependant, l'excès de réglementation suscite des critiques soulignant le caractère contre-productif de dispositifs trop contraignants dont la lourdeur entraîne des coûts de gestion importants. Un équilibre entre les contraintes juridiques nécessaires à la transparence de l'information financière et le libre fonctionnement du marché est recherché. La recherche de cet équilibre s'analyse au regard de l'utilité de l'information financière comme déterminant de « l'économie de la confiance ».

³⁰ Gérard Notté, Rachats d'actions, déclarations de franchissement de seuils et déclarations d'intentions, Ord ; n° 2009-105, 30 janv. 2009, *La semaine juridique, édition Entreprise et Affaires*, n° 6, 5 février 2009, pp. 5-6

Encadré n° 7 : Synthèse des constats et recommandations sur la première application de la directive transparence

L'AMF a souhaité analyser la façon dont les dispositions de l'article L. 451-1-2 III du code monétaire et financier ont été appliquées lors de la première présentation de cette information financière, à savoir au titre du 1er semestre 2008, pour les émetteurs dont l'exercice coïncide avec l'année civile. Pour ce faire, cette étude a été réalisée sur la base du même échantillon que celui retenu lors de l'étude sur l'information trimestrielle publiée en avril 2008 (CAC40 + 40 émetteurs du NEXT20, MID100, SMALL90 ainsi qu'un panel européen de 21 émetteurs de l'EURO STOXX 50)¹. Sur la base des constats effectués, l'AMF juge utile de revenir sur un certain nombre de points au travers de rappels et de recommandations afin d'améliorer la qualité de l'information produite.

Les principaux constats

Les émetteurs du panel français ont tous publié leur rapport financier semestriel dans les délais, à l'exception de deux sociétés de l'indice SMALL 90.

Lorsqu'il est établi, ce rapport comporte des comptes présentés sous une forme condensée.

Le contenu du rapport est globalement conforme aux exigences réglementaires, même si le rapport semestriel d'activité, qui est l'une de ses composantes, ne contient toutes les informations requises que dans la moitié des situations, à savoir :

- les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels ;
- une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice ;
- les principales transactions entre parties liées.

14% des émetteurs n'ont pas fourni la déclaration du responsable et 7% n'ont pas publié le rapport des commissaires aux comptes.

Enfin, 78% des émetteurs ont profité de la publication du rapport financier semestriel pour formuler volontairement un commentaire sur leurs informations financières prospectives.

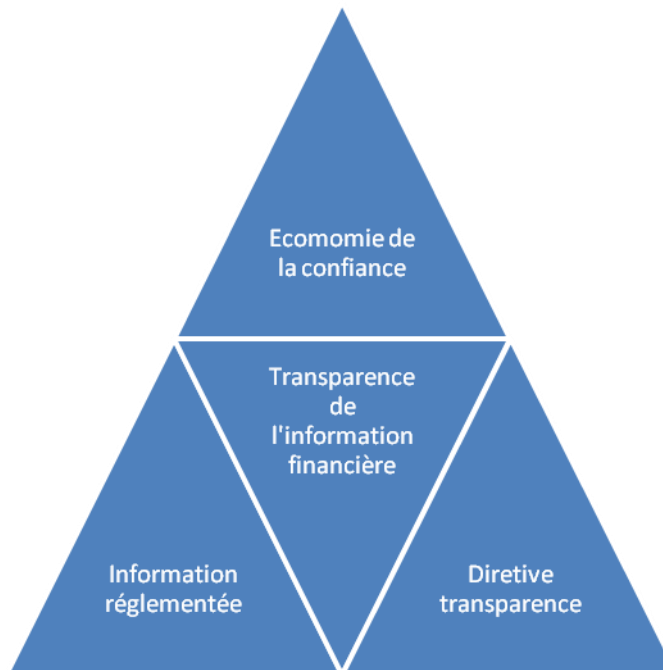
Les recommandations

La première recommandation vise à rappeler que le rapport financier semestriel doit être publié dans le délai de deux mois à l'issue de la clôture du semestre et que son contenu doit être conforme aux exigences de l'article L.451-1-2 III du code monétaire et financier et de l'article 222-4 du règlement général de l'AMF. A ce titre, il doit comporter des comptes, un rapport semestriel d'activité, une déclaration des personnes responsables et le rapport des commissaires aux comptes.

Les autres recommandations visent essentiellement le rapport semestriel d'activité. A des fins de lisibilité, il convient de présenter clairement des rubriques séparées pour les trois types d'informations requises dans le rapport semestriel d'activité, à savoir les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels, la description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice et les principales transactions entre parties liées.

Source : AMF, Etude portant sur l'information financière publiée au titre du 1er semestre 2008, dans le cadre de la première application de la directive Transparence, 20 mai 2009

Schéma n°1 : Positionnement stratégique de la transparence de l'information financière



Chapitre 2 : La réglementation de l'information comptable et financière

Plan du chapitre

- I- Le cadre juridique d'élaboration du référentiel IFRS
 - A. L'élaboration des normes comptables internationales par l'IASB
 - B. L'intégration des normes IFRS au sein de l'Union européenne
- II- La construction de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis
 - A. Approche historique de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis
 - B. Les sources de la réglementation de l'information financière aux Etats-Unis
- III- La place des organismes privés, IASB et FASB, dans un processus d'élaboration des normes internationales
- IV- Rapprochement entre les normes IFRS et US GAAP
- V- La réglementation de l'information comptable par l'Autorité des normes comptables
 - A. Les objectifs de la réforme du processus de normalisation comptable
 - B. Les missions générales de l'Autorité des normes comptables
 - C. Le fonctionnement de l'Autorité des normes comptables
 - 1. Composition de l'Autorité des normes comptables
 - 2. Les règles de fonctionnement
 - 3. L'adoption des règlements par l'autorité des normes comptables
- Conclusion du chapitre 2

Résumé :

L'information financière et comptable délivrée se construit à partir d'un corpus de normes d'origine privée, élaborées par l'IASB et le FASB. Le référentiel IFRS faisant l'objet d'un règlement européen s'est imposé par une application directe en droit national. Le projet de fusion des référentiels américains et européens conduit la France à se positionner sur la scène internationale en disposant d'un interlocuteur unique, l'Autorité des normes comptables, autorité administrative indépendante.

L'adoption, à compter du 1^{er} janvier 2005, par l'Union européenne du référentiel de l'*International Financial Reporting Standards* (IFRS) élaboré par l'*International Accounting Standards Board* (IASB), pour les sociétés cotées qui publient des comptes consolidés viserait à améliorer la transparence de l'information financière. Un devoir de vigilance spécifique s'impose sur la nature des normes retenues.

La construction des normes IFRS et US GAAP³¹ soulèvent la question de la philosophie juridique adoptée. Sommes-nous en présence de normes flexibles, issues du concept anglo-américain de *soft law* ou d'une illusion juridique créée par des puissants *lobbies*, l'IASB et le *Financial Accounting Standards Board* (FASB) ? De cette question émane une réflexion sur

³¹ US Generally Accepted Accounting Principles

la portée de normes reposant sur des sources formelles, le règlement CE n° 1606/2002 publié au JOCE du 11 septembre 2002 et des sources matérielles construites autour d'un état d'esprit spécifique dont la finalité consiste à répondre aux impératifs de diffusion d'une information financière renseignant sans biais les actionnaires. Rompant avec la logique du droit romano-germanique, droit écrit, qualifié de rigide par les partisans du droit anglo-américain, les normes IFRS reposent sur deux piliers, le concept de juste valeur et le principe de prééminence de la réalité sur l'apparence. L'intégration de ce concept et principe induisent une interrogation sur la finalité de normes dont le positionnement dans la hiérarchie des normes internationales demeure ambiguë de part la nature du rôle joué par l'IASB et le FASB en qualité d'organismes privés et des objectifs de satisfaction des actionnaires. La fusion entreprise entre les référentiels IFRS et US GAAP ne contribue qu'à renforcer ces interrogations.

Les référentiels IFRS (I) et US GAAP (II) constituent les gages de la délivrance d'une information comptable et financière conforme aux critères d'efficacité des marchés financiers. Ce qui soulève objectivement la question du choix du processus d'élaboration (III). Le rapprochement de ces deux référentiels sacralise la promesse d'adapter l'information financière aux exigences du marché (IV). La création de l'Autorité des normes comptables permet à la France de se doter d'un régulateur reconnu sur le plan international (V).

I- Le cadre juridique d'élaboration du référentiel IFRS

Cette étude s'inscrit dans la logique d'une analyse des sources formelles qui ont conduit à l'intégration des normes IFRS au sein de l'Union européenne. L'analyse du cadre juridique conduit à étudier d'une part l'élaboration des normes comptables internationales par l'IASB (A) et d'autre part l'intégration des normes IFRS au sein de l'Union européenne (B).

A- L'élaboration des normes comptables internationales par l'IASB

L'IASC (*International Accounting Standards Committee*) a été créé en 1973 sous la forme d'une association réunissant les organismes professionnels comptables de dix pays. Elle comptait avant sa réforme en 2001, 153 organismes membre représentant 112 pays.³²

En juillet 1995, suite à une décision du G7, l'IASC établit avec l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières et organismes assimilés) un programme de travail dont l'objectif est d'élaborer un dispositif complet de normes comptables internationales, qui permettra à l'OICV de recommander aux régulateurs nationaux l'acceptation des normes IAS pour toutes les émissions et cotations effectuées sur les marchés financiers internationaux.³³

En février 2001, la nouvelle structure de l'IASC, votée en mai 2000, est mise en place et l'IASC est renommée en IASB (*International Accounting Standards Board*). L'une des premières décisions du *Board* a été de changer le nom des futures normes internationales en

³²D'après Alain Frydlender et alii, *S'initier aux IFRS*, Editions Francis Lefebvre, PriceWaterhouseCoopers, PWCGlobalLearning, mars 2005, p. 10

³³ Ibid, pp. 10-11

« *International Financial Reporting Standards* », normes internationales d'informations financières.³⁴

L'IASB, par ce changement d'acronyme, considère qu'une régulation efficace des marchés demeure déterminée par la production de normes d'information financière et non plus seulement par des règles comptables.

Les normes existantes au 1^{er} avril 2001, adoptées par l'IASC, continueront de s'appeler « normes IAS » et seules les nouvelles normes émises par l'IASB à compter de cette date porteront le nom « IFRS ». Le terme générique « IFRS » regroupe toutes les normes et interprétations en vigueur qu'elles aient été adoptées par l'ancienne ou la nouvelle structure IASC/IASB.³⁵

La structure de l'IASB comprend³⁶ :

- Le conseil (le « *Board* »)
Le *Board* est basé à Londres. Il est doté des pouvoirs exécutifs visant à définir les priorités, établir les normes, projets de normes, les approuver, et obtenir les avis d'interprétations du « SIC ».
Le *Board* est financé au travers de l'*IASC Foundation*, par les grandes firmes comptables, les institutions financières, entreprises privées, les banques centrales et de développement, les organismes professionnels internationaux. Les activités de l'*IASC Foundation* sont dirigées par le comité des trustees ;
- Le comité permanent d'interprétation (« *Standing Interpretation Committee* » -SIC-) repabtiisé IFRIC (« *International Financial Reporting Issues Committe*») en février 2002.
Les 12 membres du comité d'interprétation sont nommés par le comité des trustees. Des représentants de l'OICV et de la Commission européenne y sont observateurs.
Le comité d'interprétation examine les questions comptables susceptibles de faire l'objet de traitements divergents ou inacceptables en l'absence d'instruction faisant autorité ;
- Le groupe consultatif (« *Standard Advisory Council* »)
Le *Board* prend l'avis d'un groupe consultatif. La consultation porte essentiellement sur l'orientation et l'agenda des travaux du *Board* étant donné que le contenu technique est de la compétence du *Board* ;
- Le comité des Trustees
Un comité de 19 trustees est chargé de nommer les membres du Board, les membres du SIC et de l'*Advisory Committee*. Il a la responsabilité du financement de l'IASB.
6 européens, 6 américains du Nord, 4 représentants de la région Asie /pacifique et jusqu'à 3 représentants de toute origine géographique. La composition des trustees doit « être représentative des marchés de capitaux du monde et de la diversité des origines géographiques et professionnelles ; »³⁷
- Les «steering committees»
Ce sont des comités d'experts constitués pour conseiller l'IASB d'un point de vue technique sur un projet particulier.

³⁴ Ibid, p.11

³⁵ Ibid, p. 11

³⁶ D'après Ibid p. 13

³⁷ Catherine Maillet, Anne Le Manh et alii, *Les normes comptables internationales*, Foucher, novembre 2003, p. 19

L'élaboration des normes repose sur un processus et des étapes assez longs :

1. Des études préalables sur les exigences et les pratiques comptables nationales et les principes comptables généraux ;
2. Une revue détaillée de ces études préalables par le comité technique (« *Steering committee* ») ;
3. Un « *Discussion paper* » qui expose la problématique et les différentes solutions techniques ;
4. Un « *Exposure draft* », projet soumis aux commentaires publics ;
5. La publication de la norme elle-même.

B- L'intégration des normes IFRS au sein de l'Union européenne

La Commission européenne a présenté le 13 février 2001 une proposition de règlement européen visant à rendre obligatoire les IFRS pour les comptes consolidés des sociétés cotées européennes, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005.

Le texte du 13 décembre 2001, amendé par le Conseil ECOFIN (regroupant les ministres de l'Economie et des Finances européens), a été approuvé sans changement majeur par le Parlement lors de la séance plénière du 12 mars 2002, puis définitivement adopté (Règlement CE n° 1606/2002) par le Conseil ECOFIN du 7 juin 2002 ainsi que par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne le 19 juillet 2002.

Le règlement CE n° 1606/2002 a été publié au JOCE du 11 septembre 2002 (p. L243/1 s.) et est entré en vigueur le 14 septembre 2002.³⁸

Le règlement européen prévoit que les IFRS applicables en Europe seront celles qui satisferont aux critères énoncés par le règlement et qui seront approuvés selon un mécanisme à double niveau :

- L'un, politique, avec le Comité de réglementation comptable (ARC *Accounting Regulatory Committee*). C'est lui qui dans le cadre de la procédure de comitologie a délégué pour adopter les normes IFRS qui peuvent être utilisées dans le cadre de l'Union européenne ;
- L'autre, technique, avec l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). L'EFRAG est un organisme créé au niveau européen qui représente les groupes du secteur privé les plus impliqués dans la normalisation comptable, c'est-à-dire les professions comptables, les bourses de valeurs, les analystes financiers et les entreprises (incluant les établissements bancaires et les compagnies d'assurance).³⁹

Chaque nouvelle norme édictée par l'IASB et qui sera adoptée par le CRC ne sera applicable au sein de l'Union européenne qu'après une décision d'application par la Commission européenne, la traduction intégrale dans chacune des langues de la Communauté, la publication au Journal Officiel des Communautés européennes en tant que règlement de la commission.⁴⁰

³⁸ D'après Claude Lopater et alii, *IFRS 2005, Divergences France/IFRS, Conversion aux IFRS*, Editions Francis Lefebvre, avril 2003, p. 24

³⁹ D'après Alain Frydlander et alii, *op. cit*, p. 17

⁴⁰ D'après *ibid*, p. 18

L'adoption est prévue par le règlement en deux étapes :

- 1^{er} étape : Adoption des IFRS et des interprétations existant au 14 septembre 2002. (34 normes IAS et 31 interprétations) ;
- Etapes ultérieures : Adoption de toute nouvelle norme ou interprétation (publiée postérieurement au 14 septembre 2002). Celle-ci devra être validée individuellement après avoir franchi successivement toutes les étapes du processus d'adoption.⁴¹

Le conseil des ministres de l'Union européenne a adopté le 6 mai 2003 une directive visant à moderniser et à actualiser les normes comptables européennes.

Conformément au règlement européen n°1606/2002/CE, les directives contenant des dispositions de droit comptable (IV^e, IV^e bis, IV^e ter et VII^e) ont été modifiées. Ces modifications visent à éliminer les incompatibilités entre les directives comptables et les IFRS, permettre aux Etats membres de promouvoir une information financière de qualité et améliorer la déclaration des risques et incertitudes dans le rapport de gestion et renforcer l'homogénéité des rapports d'audit.⁴²

Encadré n°1 : Evolution de la réglementation comptable au niveau européen

L'adoption des normes et interprétations fait l'objet d'une nouvelle procédure, la « procédure de réglementation avec contrôle ».

Les principaux changements sont les suivants:

- > contrôle systématique par le Parlement européen et le Conseil dès lors qu'un élément non essentiel d'un acte législatif adopté selon la procédure visée à l'article 251 du traité est modifié ;
- > renforcement du rôle du Parlement européen et du Conseil qui pourront s'opposer à une mesure proposée par la Commission si celle-ci « excède les compétences d'exécution prévues dans l'acte de base ou que ce projet n'est pas compatible avec le but ou le contenu de l'acte de base ou ne respecte pas les principes de subsidiarité ou de proportionnalité » ;
- > délai fixé à trois mois à compter de la transmission de la proposition au Parlement et au Conseil pour permettre à ces derniers de s'opposer au projet de mesure.

Pour devenir exécutoire dans l'Union européenne, tout texte publié par l'IASB (norme ou interprétation) doit être adopté officiellement par la Commission européenne et publié au Journal officiel de l'Union européenne.

L'EFRAG, qui est le comité technique chargé de conseiller le Comité de la réglementation comptable (ARC) et la Commission européenne pour l'adoption des normes IFRS, met à jour et publie sur son site internet un état du processus d'adoption.

Source : AMF, Rapport annuel 2007, Chapitre 3 Les opérations financières et la qualité de l'information, pp. 132-133

⁴¹ D'après Claude Lopater et alii, *op.cit.*, p. 39

⁴² D'après la chronique de Jean-Louis Navarro, Droit Comptable, *La semaine Juridique, Entreprise et Affaires*, N° 7, 12 février 2004, p. 274

Le règlement (CE) no 1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008⁴³ portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n°1606/2002 du Parlement européen et du Conseil a réformé à droit constant les normes IFRS en les consolidant.

Encadré n°2 : Règlement (CE) no 1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil

Considérant n° 1 : Le règlement (CE) no 1606/2002 prévoit que, pour chaque exercice commençant le 1er janvier 2005 ou après cette date, les sociétés qui font appel public à l'épargne et sont régies par le droit national d'un État membre sont tenues, dans certaines conditions, de préparer leurs comptes consolidés conformément aux normes comptables internationales définies à l'article 2 dudit règlement.

Considérant n° 2 : Certaines normes comptables internationales et les interprétations s'y rapportant, telles qu'en vigueur au 14 septembre 2002, ont été adoptées par le règlement (CE) no 1725/2003 de la Commission du 29 septembre 2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil (2). Compte tenu de l'avis du groupe d'experts techniques (TEG) du groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG), la Commission a modifié ce règlement pour y inclure toutes les normes présentées par l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ainsi que toutes les interprétations s'y rapportant présentées par l'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) et adoptées intégralement dans la Communauté le 15 octobre 2008 au plus tard, à l'exception de certaines parties de l'IAS 39 (relative à la comptabilisation et à l'évaluation des instruments financiers).

Considérant n°3 : Les différentes normes internationales ont été adoptées par un certain nombre de règlements modificatifs, ce qui crée une insécurité juridique et rend difficile la bonne application des normes comptables internationales dans la Communauté. Afin de simplifier la législation communautaire sur les normes comptables, il convient, par souci de clarté et de transparence, de regrouper en un seul texte les normes contenues actuellement dans le règlement (CE) no 1725/2003 et ses modifications successives.

Considérant n°4 : Il convient dès lors de remplacer le règlement (CE) no 1725/2003 par le présent règlement.

Considérant n°5 : Les mesures prévues au présent règlement sont conformes à l'avis du comité de réglementation comptable,

Article premier

Les normes comptables internationales définies à l'article 2 du règlement (CE) no 1606/2002 sont adoptées telles qu'énumérées à l'annexe du présent règlement.

Article 2

Le règlement (CE) no 1725/2003 est abrogé.

Les références au règlement abrogé s'entendent comme faites au présent règlement.

⁴³ Règlement (CE) no 1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil.

L'analyse juridique pourrait très bien se limiter à l'approche des sources formelles qui ont débouché sur ce dispositif normatif, ce serait omettre cependant une partie essentielle de la réflexion sur la finalité du dispositif retenu. Il importe donc de ne pas cloisonner la réflexion à une démarche introvertie sur la seule construction des normes mais de rechercher l'adéquation de la philosophie des normes IFRS avec la construction du droit positif international. Cette réflexion induit la construction d'un raisonnement critique sur les sources matérielles. Se pose alors un préalable, quel rôle normatif joue l'IASB ?

II- La construction de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis

La réglementation de l'information comptable et financière s'est construite aux Etats-Unis sur les décombres de la crise de 1929. L'influence prédominante des Etats-Unis dans le fonctionnement de l'économie mondiale se traduit par l'intégration des principes comptables américains comme le référentiel de référence.

Comprendre le rôle grandissant des normes comptables américaines implique de connaître d'une part l'évolution historique (A) et d'autre part les sources de la réglementation de l'information financière aux Etats-Unis (B).

A- Approche historique de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis

La réglementation comptable aux Etats-Unis se développe à partir de la crise économique de 1929. La loi de 1933 sur les titres (*Securities Act*), celle de 1934 sur l'échange de titres (*Securities Exchange Act*) constituent une réponse par la création de la SEC à la nécessité d'assurer aux investisseurs des informations transparentes à la prise de décision. Ces nouvelles lois fixent le principe selon lequel l'information comptable et financière devient matière à réglementation fédérale, cependant seule une minorité de sociétés cotées enregistrées auprès de la SEC doivent en suivre les prescriptions et respecter les obligations de publication annuelle et d'établissement des comptes des US GAAP⁴⁴. La création de la SEC a été ressentie par la profession comptable comme une menace de se voir dessaisie de sa fonction de normalisation⁴⁵. Sous cette pression, la SEC va dès 1939 déléguer au secteur privé son pouvoir réglementaire en « encourageant l'*American Institute of Certified Accountants* (AICPA) à s'impliquer davantage dans la promulgation et la mise en application des règles comptables ». ⁴⁶ Concomitamment, L'AICPA a mis en place en 1938 le premier organe officiellement responsable de la normalisation : le *Committee on Accounting Procedure* (CAP). L'AICPA a constitué ce Comité des Procédures Comptables (CAP), composé de comptables praticiens, pour définir les règles comptables. Ce comité a été chargé d'élaborer des règles, publiées dans une série de 51 « *Accounting Research Bulletins* » (ARB). Ce comité des procédures Comptables a été remplacé par le Comité Pour les Principes Comptables (*Accounting Principles Board* APB) en 1959. Mais ce nouvel organisme a

⁴⁴ US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) se traduit par normes comptables aux Etats-Unis.

⁴⁵ Ahmed Riahi-Belkaoui, *Accounting theory fourth edition*, Business Press Thomson learning, Chicago, 2000, pp 7-8.

⁴⁶ Yves Bernheim et alii, *L'essentiel des USGAAP, Comptabilité américaine, comparaison avec les référentiels IASC et français*, Marzars & Guérard, 2^e édition, décembre 1999, p. 40

rapidement perdu sa crédibilité à cause de sa trop grande dépendance vis-à-vis de la profession.

Deux critiques avaient été formulées à l'encontre de l'APB au début des années 1970. Ce comité était dominé par les grands cabinets d'audit américains et pouvait manquer d'indépendance et les choix opérés pour élaborer les avis (*opinions*) ne faisaient pas référence à un cadre conceptuel cohérent (*conceptual framework*). En conséquence, l'AICPA a créé deux comités, le *Wheat Committee* et le *Trueblood Committee*. En 1972, « le rapport Wheat invite les professionnels à créer un comité totalement indépendant. Le rapport Trueblood, quant à lui pose les premiers éléments concernant les objectifs des documents financiers »⁴⁷. En 1973, un nouvel organisme, indépendant tant de la profession comptable que de la SEC est créée : le *Financial Accounting Standard Board* (Comité des normes de comptabilité financière –FASB). Le FASB devient responsable de la promulgation des normes comptables Aux Etats-Unis, les US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*).

Institutionnellement, le FASB est un organisme indépendant de l'AICPA contrairement à ses deux prédécesseurs (CAP et APB). En réalité, la profession comptable continue de jouer un rôle essentiel dans la normalisation aux Etats-Unis.⁴⁸ L'AICPA désigne et finance les membres du *Financial Accounting Foundation* (FAF), qui désigne et finance le FASB, dont les sept membres établissent les normes comptables, et le *Financial Accounting Standards Advisory Council* (FASAC) qui émet des avis sur la nature et l'urgence des problèmes à traiter. L'indépendance des membres du FASB, vis-à-vis des pouvoirs publics et de la profession est théoriquement assurée par l'obligation de renoncer à toute autre activité pendant l'exercice de leur mandat de cinq ans.⁴⁹

B- Les sources de la réglementation de l'information financière aux Etats-Unis

L'établissement et la publication des documents comptables et financiers émanent de l'activité de trois organismes, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), le *Financial Accounting Standard Board* (FASB) et l'*American Institute of Chartered Public Accountants* (AICPA). La SEC en qualité de régulateur boursier veille à ce que les méthodes de présentation des documents comptables et financiers et les règles d'audit des sociétés inscrites auprès d'elle soient conformes à la réglementation qu'elle a établie. Le FASB est reconnu par la SEC comme la source et l'autorité principale de doctrine comptable aux Etats-Unis. « Les principales normes et modalités pratiques d'application promulguées par le FASB dans ses Dispositions et interprétations seront considérées par la commission (SEC) comme disposant d'un support autorisé suffisant, et les textes qui seraient contraires aux promulgations du FASB seront considérés comme ne disposant pas d'un même support ».⁵⁰

Le FASB publie des normes ou dispositions concernant la comptabilité financière.⁵¹ La SEC n'établit de normes mais impose le respect de règles de publication et d'audit à certaines sociétés. L'AICPA, équivalent à la fois de l'Ordre des Experts Comptables et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes publie les *Generally Accepted*

⁴⁷ Ibid

⁴⁸ Brigitte Raybaud-Turrillo, Pour un droit comptable substantiel : Perspectives et enjeux, *Revue Internationale de Droit Economique*, Association Internationale de Droit Economique (AIDE), 1994, n°2, pp 181-215

⁴⁹ D'après Ahmed Riahi-Belkaoui, op. cit, pp 86-87

⁵⁰ Avis de la SEC cité par Yves Bernheim et alii, op. cit, p. 42

⁵¹ Ces normes s'appellent *Statements of Financial Accounting Standards*.

Accounting Principles, GAAP, les *Generally Accepted Auditing Standards*, GAAS, principes d'audit généralement admis, ainsi qu'un code d'éthique professionnelle.

La SEC, responsable de la réglementation fédérale de l'information fournie par les sociétés qui font appel public à l'épargne, a délégué la formulation des Principes Comptables Généralement Admis au FASB, institution privée. Il importe de relever que « si les US GAAP ne résultent pas de la loi, ils ont de fait force de loi. Si la procédure d'établissement des normes comptables américaines permet d'assurer la transparence, elle n'en demeure pas moins sous l'influence de considérations politiques. D'une part, le gouvernement fédéral a délégué, par l'intermédiaire de la SEC, des pouvoirs à un organisme indépendant et autonome. D'autre part, si la SEC a la faculté de déléguer, elle a aussi la capacité d'exercer son influence sur le FASB et elle peut passer outre en dictant ses propres règles qui s'imposeront. Tous ces facteurs contribuent à faire de la normalisation comptable américaine un des processus les plus complexes dans le monde ».⁵²

En résumé, « la réflexion s'est orientée vers l'abandon d'une théorie inductive au profit d'une théorie normative et déductive, c'est-à-dire au profit d'une normalisation basée sur des objectifs assignés à priori à la comptabilité, à partir desquels sont déduits les principes constitutifs ».⁵³

Le cadre conceptuel américain se caractérise par la construction d'une information financière en adéquation avec le modèle théorique de l'efficacité des marchés financiers. En recourant à la théorie de l'efficacité des marchés financiers pour expliquer le cadre conceptuel du FASB on comprend la logique de mise en œuvre des normes US GAAP. « Le marché efficace est un marché dans lequel l'information est librement et aisément accessible à tous et à peu de frais : dans ce contexte, toute information pertinente et fiable est immédiatement prise en compte dans le prix de l'action ; les implications de cette théorie dans le domaine comptable sont importantes, puisque la réponse du marché à l'information comptable est ainsi susceptible d'indiquer le degré de pertinence ou de fiabilité de l'information diffusée »⁵⁴. La volonté d'adapter l'information comptable aux objectifs de la théorie de l'efficacité des marchés financiers conduit à rompre avec le principe de patrimonialité et à placer le concept d'évaluation à la juste valeur, c'est-à-dire d'évaluation à la valeur du marché financier, au cœur du dispositif normatif. La comptabilité devient de fait un instrument censé refléter l'évolution des marchés financiers. Il s'ensuit que toute réflexion critique sur la relation entre l'économie réelle et l'économie financière achoppe sur des indicateurs déconnectés des faits économiques. Le risque d'une crise de confiance dans l'économie de l'information financière demeure alors patent.

III- La place des organismes privés, IASB et FASB, dans un processus d'élaboration de normes internationales

La place de l'IASB et du FASB en qualité de normalisateur professionnel à statut privé soulève deux questions fondamentales :

⁵² Yves Bernheim et alii, op. cit, p. 45

⁵³ Brigitte Raybaud-Turrillo, op. cit, p. 187

⁵⁴ P. Boisselier, Information comptable et marchés financiers aux Etats-Unis, in *Les enjeux de la comptabilité*, Rapport préparatoire au 44^e Congrès de l'OECCA et au 6^{es} Assises de la CNCC, Paris 1989, Ed Malesherbes, Annexe 4, pp. 239 et s. Cité par Brigitte Raybaud-Turrillo, op. cit, p. 196

1. Le choix de soumettre le référentiel comptable visant à produire une information destinée à des actionnaires relève-t-il d'une philosophie de marchandisation du droit appelant à une vigilance particulière ?
2. Quel est le poids effectif de l'IASB et du FASB comme institution normalisatrice ?

L'intégration de l'IASB dans le processus d'élaboration des normes internationales comptables pose directement le problème doctrinal de la prédominance de la « *Common Law* » sur le droit codifié, en d'autres termes du choix du modèle anglo-américain au détriment de la tradition romano-germanique. Le référentiel comptable de l'IASB et du FASB s'inscrit dans la logique des arguments de la « *Common Law* » reposant notamment sur les travaux de R. Posner, l'un des principaux chefs de file de l'économie du droit aux Etats-Unis. R. Posner, juge fédéral et professeur à l'université de Chicago a consacré ses recherches à mettre en évidence l'efficacité de la « *Common Law* ». Son hypothèse centrale consiste à exposer que « les juges anglo-américains maximiseraient la richesse sociale en concevant des règles définies dans la « *Common Law* »⁵⁵. Dans le cadre de sa démonstration, il considère notamment qu'en modifiant les règles non efficaces pour les rendre efficaces, les juges réalisent « la nature essentielle de la *Common Law* »⁵⁶. Il utilise le critère de Kaldor-Hicks, l'émergence d'une nouvelle règle de droit est efficace si les gains des gagnants excèdent les pertes des perdants, les systèmes juridiques présentant selon R. Posner une remarquable cohérence au regard du critère de maximisation de la richesse sociale.

Les normes IFRS s'inscrivent dans cette tradition de maximisation des richesses informationnelles à destination des actionnaires, partenaires privilégiés des sociétés cotées. Le devoir de vigilance impose de relever que les règles du gouvernement d'entreprise conditionnent la construction du droit. Le syntagme nominal « l'économisation du droit » est apparu comme révélateur de l'interpénétration entre l'économie et le droit pouvant conduire à l'effacement du droit au profit de l'analyse économique. Les normes IFRS tendent à démontrer qu'il existerait un système de gouvernance de l'information optimal à l'échelle de l'Union européenne. La théorie de la *lex mercatoria* est « au cœur de ce mouvement de renouvellement des sources et des méthodes du droit du commerce international. »⁵⁷ L'IASB contribue à démontrer d'une part que la régulation des relations économiques internationales n'est pas l'apanage des législations étatiques et d'autre part qu'un ordre juridique autonome peut se révéler utile face à la diversité et l'inadaptation des droits étatiques et des cadres juridiques internationaux. En s'émancipant du contrôle étatique qui prévalait en France avec l'adoption des lois comptables, l'IASB a contribué à extraire du contrôle des parlements nationaux la maîtrise des choix à opérer sur la qualité des informations comptables et financières. L'adoption des normes IFRS s'est faite en rupture avec l'idéal démocratique de la souveraineté nationale au cœur des choix et des arbitrages législatifs. L'IASB, en sa qualité de créateur de normes, rejoint les pléthoriques institutions « mercatiques » en charge d'adapter aux sociétés marchandes l'ordre juridique.

⁵⁵ Bruno Deffains, *Common Law* ou « droit des codes » : quel système est le plus efficace, *Problèmes économiques*, La documentation française, n°2872, 30 mars 2005, p. 4, article issu de Quand les économistes évaluent le droit, *Sociétal*, n°45, 3^e trimestre 2004

⁵⁶ Richard Posner, *Economic Analysis of Law*, 1973 cité par DEFFAINS Bruno, op.cit, p. 4

⁵⁷ Denis Alland, Stéphane Rials, article de Dominique Bureau, *Lex mercatoria*, *Dictionnaire de la culture juridique*, Lamy PUF, octobre 2003, pp. 933-937

La place de l'institution à l'origine de la norme est déterminante. En l'occurrence, l'IASB et le FASB, organismes privés, représentent l'institution comptable. A ce titre, il importe de savoir si l'IASB représente l'institution comptable ou si sa structure ne viserait qu'à préparer le passage vers les normes américaines, US GAAP. La finalité de l'institution est déterminante, en effet, son autonomie conditionne la dimension prescriptive des normes qu'elle élabore. Sa dépendance est sujette à cautionner une certaine subjectivité normative. Il est possible de s'interroger sur les interconnexions entre la direction de l'IASB et du FASB et sur les philosophies d'élaboration de leurs cadres normatifs. Les normes IFRS posent des principes et les normes US GAAP répondent à ces principes par des détails. Les normes IFRS sont-elles les prémisses à l'application des normes US GAAP ?

IV- Rapprochement entre les normes IFRS et les US GAAP

Le Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication (Groupe ISAR)⁵⁸, groupe émanant du Conseil du Commerce et du Développement dans le cadre de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), soulignait le rapprochement entre le *Financial Accounting Standards Board* (FASB)⁵⁹ et l'*International Accounting Standards Board* (IASB).⁶⁰ « Fin février 2006, le Conseil international des normes comptables (IASB) et le Conseil de normalisation de la comptabilité financière (FASB) aux États-Unis ont publié un mémorandum d'accord réaffirmant leur objectif commun d'élaborer des normes comptables communes, de qualité, pour les marchés financiers mondiaux ; ce mémorandum d'accord précisait les objectifs et les principes initialement décrits dans l'Accord de Norwalk⁶¹ signé par les deux conseils en octobre 2002 ».⁶²

Début 2006, le FASB et l'IASB ont conclu un protocole d'accord définissant un programme de travail en vue de la convergence entre les GAAP des États-Unis et les IFRS.

La convergence entre les normes comptables de l'IASB et les normes comptables américaines se traduit par l'élimination de l'obligation de réconciliation avec les GAAP des États-Unis qui incombent aux émetteurs de l'Union européenne.⁶³

La Commission européenne considère que cette étape constitue un objectif majeur dans la fusion des deux référentiels et relève que « la SEC a élaboré une feuille de route qui expose les étapes devant conduire à l'abolition de l'obligation de réconciliation et a indiqué que, même s'il est important d'accomplir des progrès appréciables sur les questions prioritaires, un niveau limité de convergence n'est pas indispensable pour atteindre l'objectif ».⁶⁴

⁵⁸ Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Nations Unies, 10-12 octobre 2006, 23^e session.

⁵⁹ Comité américain des normes comptables

⁶⁰ Conseil des normes comptables internationales

⁶¹ Accord de Norwalk : <http://www.fasb.org/news/memorandum.pdf>.

⁶² Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, op. cit, p. 4

⁶³ La procédure de réconciliation consiste à passer du référentiel IFRS au référentiel US GAAP pour les sociétés étrangères cotées aux États-Unis.

⁶⁴ Rapport de la Commission des Communautés européennes au Comité européen des valeurs mobilières et au parlement européen sur la convergence entre les normes internationales d'information financière (IFRS) et les principes comptables généralement admis (GAAP) de pays tiers, 6 juillet 2007.

La Commission européenne rapporte qu'en 2006, la SEC a commencé à examiner les premiers dépôts d'états financiers fondés sur les IFRS effectués par des sociétés de l'Union européenne. Le Comité européen des valeurs mobilières (CERVM) et la SEC se sont mis d'accord sur un plan de travail conjoint, publié le 2 août 2006. Ce plan de travail constitue une étape importante de la concrétisation de la coopération opérationnelle et en matière de contrôle prudentiel entre les régulateurs visant à assurer un contrôle d'application cohérent des IFRS et des GAAP des États-Unis. En outre, le *Financial Reporting Council* (FRC)⁶⁵, la SEC et l'autorité des services financiers du Royaume-Uni (Financial Services Authority ou FSA) ont signé, le 25 avril 2007, un protocole en vue de la mise en œuvre de ce plan de travail entre la SEC et le CERVM relatif au partage d'informations sur l'application des IFRS par les émetteurs cotés au Royaume-Uni et aux États-Unis.⁶⁶ La Commission européenne relève que l'accent sera mis notamment sur la promotion de conditions permettant la reconnaissance des GAAP des États-Unis et des IFRS dans les deux juridictions. « Pour confirmer cet accord, le président des États-Unis, le président du Conseil européen et le président de la Commission ont signé, le 30 avril, un accord contenant la déclaration suivante à propos de l'information financière: «Marchés financiers. Promouvoir et chercher à garantir, d'ici 2009 ou éventuellement plutôt, les conditions dans lesquelles les principes comptables généralement acceptés des États-Unis et les normes internationales d'information financière seront reconnus dans les deux juridictions sans qu'il soit nécessaire de procéder à des opérations de réconciliation»⁶⁷.

L'Autorité des marchés financiers, dans le cadre d'un communiqué de presse du 26 novembre 2007 a informé les émetteurs français cotés aux Etats-Unis que la *Securities and Exchange Commission* modifiait sa réglementation relative à l'obligation de réconciliation des comptes IFRS avec les normes US GAAP. Concrètement, cette modification vise à exempter les émetteurs étrangers de l'obligation de produire une réconciliation avec les normes comptables américaines (US GAAP), dès lors que leurs comptes auront été préparés conformément aux normes IFRS telles que publiés par l'IASB.⁶⁸ Parallèlement, l'AMF avait décidé, en réponse à une demande de NYSE Euronext, de reconnaître les « standards » américains pour une admission à la négociation sur un marché réglementé. L'AMF s'est appuyé sur la décision de la Commission européenne d'accepter l'utilisation des US GAAP pour l'établissement d'un prospectus, dans l'attente d'une convergence définitive entre les Etats-Unis et l'Europe.⁶⁹

La fusion des référentiels IFRS et US GAAP est essentiellement motivée par une réduction du coût de présentation des informations financières et comptables. Le Groupe ISAR, dans le cadre de sa vingt-deuxième session relevait qu'« une série unique de normes de qualité reconnue sur le plan mondial présente des avantages non négligeables. Non seulement elle peut améliorer la mobilité des courants de capitaux et le dialogue entre différentes parties prenantes, mais encore elle peut réduire les dépenses à consentir pour attirer des capitaux. Une entreprise qui établit ses rapports financiers sur la base de ce genre de normes peut éviter les coûts additionnels d'émission et de transaction qu'elle assumerait si elle devait présenter

⁶⁵ Conseil d'information financière

⁶⁶ D'après Rapport de la Commission des Communautés européennes, op. cit.

⁶⁷ *Framework For Advancing Transatlantic Economic Integration Between The European Union And The United States Of America - Annex 2 Lighthouse Priority Projects*. (Cadre pour progresser dans l'intégration économique transatlantique entre l'Union européenne et les États-Unis d'Amérique)

⁶⁸ AMF, Communiqué de presse, 26 novembre 2007.

⁶⁹ AMF, Communiqué de presse du 1^{er} octobre 2007

des états financiers répondant à toutes sortes de régimes comptables. D'après certaines estimations, chacune des quelque 250 sociétés européennes cotées en bourse aux États-Unis dépensent de 5 à 10 millions de dollars (américains) par an pour se conformer aux exigences de la concordance avec les Principes comptables généralement reconnus (GAAP) des États-Unis⁷⁰ ».

Le tableau suivant présente pour l'exercice 2005 les écarts entre les comptes IFRS et US GAAP pour quatre sociétés, tant pour les impacts capitaux propres que résultat⁷¹.

Sociétés	Écarts entre Capitaux propres IFRS et US GAAP (millions d'Euros)	% par rapport aux capitaux propres en IFRS de la société	Écarts entre Résultats IFRS et US GAAP (millions d'Euros)	% par rapport au résultat en IFRS de la société
Alcatel-Lucent	2485	40%	-167	-18%
Danone	154	3%	-129	-9%
Total	32410	80%	-676	-6%
Vivendi	-939	-5%	-583	-18%

Source : Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières, Convergence IFRS –US GAAP, novembre 2007

V- La réglementation de l'information comptable par l'Autorité des normes comptables

L'ordonnance du 22 janvier 2009⁷² réforme les institutions comptables en créant une autorité administrative indépendante chargée de fixer les règles de la comptabilité privée. Cette ordonnance fusionne le Conseil national de la comptabilité et le Comité de la réglementation comptable. Cette réforme doit permettre à la France de disposer d'un régulateur reconnu (A), doté de missions précises (B) et d'un pouvoir réglementaire (C).

A. Les objectifs de la réforme du processus de normalisation comptable

Le premier objectif vise à simplifier le processus d'élaboration des règles comptables en regroupant toutes les parties prenantes⁷³. Le Conseil national de la comptabilité donnait un

⁷⁰ Charlie McCreevy, Commissaire européen chargé du marché intérieur et des services, dans un discours sur la politique des services financiers de la Commission pour 2005-2010, Bruxelles, 18 juillet 2005. Cité par Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Nations Unies, 21-23 novembre 2005, 22^e session, p. 6

⁷¹ Les écarts par société sont constitués des thèmes suivants : regroupements d'entreprises et pertes de valeurs sur actifs à long terme (1), instruments financiers hybrides (2), retraites (3), contrats de location (4), frais de recherche et de développement (5), revenus (6), immobilisations corporelles (7), instruments financiers (8), effets des impôts différés (9) et intérêts minoritaires (10).

⁷² Ord. n° 2009-79 : JO 23 janv. 2009, p. 1428

⁷³ Voir Gérard Notté, Ordonnance n° 2009-79 du 22 janvier 2009 créant l'Autorité des normes comptables, *La semaine juridique, édition entreprise et affaires*, n°5, 29 janvier 2009, pp. 5-6 et Equipe rédactionnelle de la

avis sur les projets de règlements comptables adoptés par le Comité de la réglementation comptable. Le second objectif vise à consolider les compétences d'un régulateur unique. Le troisième objectif vise à donner les moyens à la nouvelle autorité comptable pour peser dans les débats internationaux relatifs aux normes comptables internationales (IFRS) élaborées par l'IASB.

B. Les missions générales de l'Autorité des normes comptables

L'article 1^{er} de l'ordonnance énonce les missions de l'Autorité des normes comptables :

1° Elle établit sous forme de règlements les prescriptions comptables générales et sectorielles que doivent respecter les personnes physiques ou morales soumises à l'obligation légale d'établir des documents comptables conformes aux normes de la comptabilité privée ;

2° Elle donne un avis sur toute disposition législative ou réglementaire contenant des mesures de nature comptable applicables aux personnes visées au 1°, élaborée par les autorités nationales ;

3° Elle émet, de sa propre initiative ou à la demande du ministre chargé de l'économie, des avis et prises de position dans le cadre de la procédure d'élaboration des normes comptables internationales ;

4° Elle veille à la coordination et à la synthèse des travaux théoriques et méthodologiques conduits en matière comptable ; elle propose toute mesure dans ces domaines, notamment sous forme d'études et de recommandations.

C. Le fonctionnement de l'Autorité des normes comptables

L'Autorité des normes comptables est composée d'un collège de seize membres (1) doté d'un cadre juridique (2) lui permettant d'adopter des règlements (3).

1. Composition de l'Autorité des normes comptables

L'article 2 dispose que l'Autorité des normes comptables comprend un collège, des commissions spécialisées et un comité consultatif. Les missions de l'Autorité sont exercées par le collège composé de seize membres, qui peut donner délégation à des commissions spécialisées, sauf pour les matières définies au 1° de l'article 1er⁷⁴.

Revue fiduciaire Comptable, L'ANC : Le normalisateur comptable français, *RF Comptable*, n° 359, mars 2009, pp. 15- 16

⁷⁴ Le collège comprend un président, désigné par décret, choisi en raison de ses compétences économiques et comptables, un conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat, un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation, un conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la Cour des comptes, un représentant de l'Autorité des marchés financiers désigné par le président de l'Autorité des marchés financiers, un représentant de la Commission bancaire désigné par le président de la Commission bancaire, un représentant de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles désigné par le président de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, huit personnes nommées, en raison de leur compétence économique et comptable, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des entreprises et des professionnels de la comptabilité, un représentant des organisations syndicales représentatives des salariés nommé par le ministre chargé de

La durée du mandat du président de l'Autorité est de six ans renouvelable une fois. La durée du mandat des autres membres est de trois ans renouvelable.

2. Les règles de fonctionnement

L'article 3 de l'Ordonnance précise que « le collège se réunit valablement dès lors que dix de ses membres sont présents. A défaut, il se réunit dans un délai de huit jours, sans condition de quorum. Il statue à la majorité des membres présents. En cas de partage égal des voix, la voix du président est prépondérante. Les fonctions de commissaire du Gouvernement sont assurées par le directeur général du Trésor et de la politique économique ou son représentant. Le commissaire du Gouvernement ou son représentant, siège sans voix délibérative auprès du collège, des commissions spécialisées et du comité consultatif ou de toute autre formation ; il peut demander une seconde délibération au collège ».

3. L'adoption des règlements par l'Autorité des normes comptables

L'article 4 énonce que « les règlements adoptés par l'Autorité sont publiés au Journal officiel de la République française après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie, pris après avis du garde des sceaux, ministre de la justice, et du ministre chargé du budget ». L'article 5 modifie plusieurs dispositions du Code de commerce afin « d'assurer la coordination de ces dispositions avec la compétence de l'Autorité des normes comptables d'édicter les prescriptions comptables par un règlement »⁷⁵. L'article 6 prévoit de remplacer dans tous les textes législatifs et réglementaires, les références au Conseil national de la comptabilité ou au Comité de la réglementation comptable par la référence à l'Autorité des normes comptables.

Encadré n° 3 : Extrait du Conseil des ministres du 21 janvier 2009

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a présenté une ordonnance créant l'Autorité des normes comptables.

Cette ordonnance, prise sur le fondement de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, simplifie le dispositif de normalisation comptable français, en conférant à une seule entité, chargée de fixer les règles de la comptabilité privée, les compétences aujourd'hui partagées entre le Conseil national de la comptabilité et le Comité de la réglementation comptable.

Cette réforme garantit la pleine implication des différentes parties prenantes : professionnels de la comptabilité (experts-comptables et commissaires aux comptes...), entreprises de tous les secteurs et de toutes tailles, y compris les PME et représentants des autorités de régulation compétentes et de l'Etat. Ce travail collectif permettra d'accroître la qualité des normes comptables françaises en mettant à contribution l'ensemble de l'expertise nécessaire. Il permettra également à la France de peser davantage dans les débats sur les normes comptables internationales.

Source : <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/autorite-des-normes-comptables>

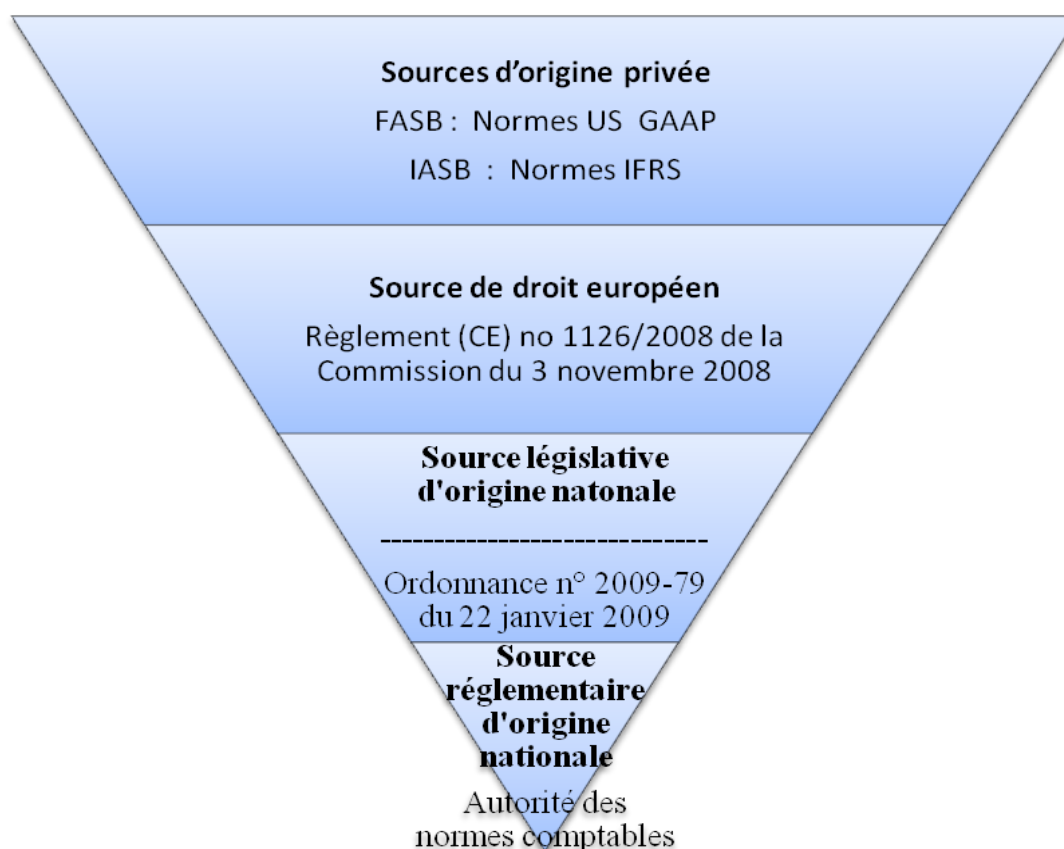
l'économie après consultation des organisations syndicales. Le régime indemnitaire du président, des membres du collège et des commissions est déterminé par décret.

⁷⁵ Gérard Notté, op. cit, p. 6

Conclusion du chapitre 2 :

La perspective d'une convergence entre les normes IFRS et US GAAP conduit cependant au scepticisme sur la complexité de la mise en œuvre de ce référentiel. Le groupe ISAR⁷⁶ relevait qu'« en mai 2006, le *Financial Times* indiquait que certains partenaires basés au Royaume-Uni du cabinet comptable PricewaterhouseCoopers (PwC) considéraient que la convergence des IFRS et des GAAP des États-Unis aboutirait à un ensemble de normes de type normes des États-Unis probablement trop complexe et trop contraignant ; ils considéraient également que l'IASB devait avant tout s'attacher à améliorer ses normes⁷⁷. Par la suite, le Président des administrateurs de l'*International Accounting Standards Committee Foundation* a été obligé de publier une réponse dans le *Financial Times* pour expliquer les raisons pour lesquelles les efforts de convergence devaient se poursuivre »⁷⁸.

Synthèse : Hiérarchie des normes en droit comptable



⁷⁶ Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, op. cit, p. 5

⁷⁷ *Financial Times*, Londres, 3 mai 2006

⁷⁸ Tommaso Pada-Schioppa, «Work on converging accounting standards must go on», *Financial Times*, Londres, 19 mai 2006.

Chapitre 3 : La qualité de l'information comptable

Plan du chapitre :

- I- Obligations générales d'information
 - A. Qualité de l'information comptable et financière
 - B. La réglementation de la diffusion de l'information comptable
 - C. Réglementation de l'information boursière
 - II- Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique et permanente
 - A. Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique
 - B. Sanctions relatives à la diffusion de l'information permanente
 - III- le contrôle de l'information financière par les assemblées d'actionnaires
 - A- Le contrôle des dirigeants par l'exercice des droits politiques des actionnaires
 - B. Mise en perspective de la responsabilité des dirigeants
 - IV- Le contrôle de l'information diffusée dans les assemblées générales par les commissaires aux comptes
 - V-La mise en œuvre du contrôle interne comme déterminant de la transparence de l'information financière
 - A. Les cadres juridiques de mise en œuvre des procédures de contrôle interne
 - B. Le contrôle interne, instrument de vigilance du gouvernement d'entreprise
 - 1. Description des procédures de vigilance relatives à l'information financière
 - 2. L'alerte éthique, un instrument de lutte anti-fraude au service de l'institution « gouvernement d'entreprise »
 - C. Le rôle des commissaires aux comptes en matière d'organisation du contrôle interne
- Conclusion du chapitre 3

Résumé :

La transparence de l'information financière ne se décrète pas mais se construit dans le cadre d'une démarche qualitative orientée vers l'ensemble des parties prenantes. Le gouvernement d'entreprise joue un rôle essentiel par une action concrète en matière de contrôle interne pour assurer la production et la diffusion d'une information pertinente, sincère et dépourvue de biais. Tout échec en la matière étant sanctionné par le régulateur boursier et les marchés financiers.

L'information financière et comptable délivrée aux parties prenantes se construit autour de l'optimum informationnel que constitue le concept « d'image fidèle ». L'article L. 123-14 du Code de commerce dispose que « Les comptes annuels doivent être réguliers, sincères et donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise ». La régularité, c'est-à-dire le fait de présenter, à périodicité fixe, les comptes annuels en pérennisant les méthodes de présentation⁷⁹, la sincérité ou condition essentielle de recherche de la vérité économique et financière et la fidélité, synonyme de reflet exact de l'activité économique et financière, constituent les trois piliers de la quatrième directive

⁷⁹ On parle du principe de permanence des méthodes

européenne⁸⁰, transposés en droit français à l'article L. 123-14 du Code de commerce. Les sociétés commerciales, même exerçant une activité civile, ont, comme tout commerçant, l'obligation de tenir une comptabilité régulière. Les articles L. 123-12 et L. 232-1 énoncent que les sociétés doivent enregistrer chronologiquement les mouvements affectant le patrimoine de l'entreprise, contrôler au moins une fois tous les douze mois, au moyen d'un inventaire, l'existence et la valeur des éléments d'actifs et passifs qui composent le patrimoine de l'entreprise et établir, à la clôture de l'exercice, au vu des enregistrements comptables et de l'inventaire, des comptes annuels⁸¹. L'information comptable, relevée quotidiennement, constitue la base d'alimentation des documents de synthèse, bilan, compte de résultat, annexe, des rapports communiqués par les organes d'administration ou de gestion et des rapports établis par les commissaires aux comptes.

L'élaboration des documents comptables et financiers par le gouvernement d'entreprise est conditionnée par le respect d'obligations générales d'information (I). L'absence de respect de ces obligations se traduit par la mise en œuvre de sanctions constituant des instruments de régulation en situation de diffusion d'une information comptable et financière incomplète et imprécise (II). Exerçant un rôle politique, les actionnaires contrôlent la diffusion de l'information financière comptable (III). Ils sont aidés dans leur tâche par les commissaires aux comptes (IV). Les dirigeants répondent à cette exigence de transparence par la mise en place de procédures de contrôle interne (V).

I- Obligations générales d'information

L'obligation générale d'information des parties prenantes conduit à s'interroger sur la construction de la qualité de l'information comptable (A). Ces critères construits autour des notions de régularité, sincérité et image fidèle, permettent de comprendre comment s'opère la régulation de l'information comptable source de l'information financière (B). Les exigences de transparence des marchés financiers conditionnent la temporalité des mécanismes régulateurs de l'information boursière (C).

A. Qualité de l'information comptable et financière

L'information comptable se construit autour de trois concepts qualitatifs, la régularité, la sincérité et l'image fidèle. L'article 120-2 du Plan comptable général 2005 définit, à la fois, la régularité comme le fait « d'être conforme aux règles et procédures en vigueur » ou, en son absence, aux principes généralement admis, et la sincérité comme la traduction de la connaissance que les responsables de l'établissement des comptes ont de la réalité et de l'importance relative des événements enregistrés. Dans le cadre d'un rapport établi par la COB en 1969, la notion de sincérité avait été affirmée comme résultant « de l'évaluation correcte des valeurs comptables, ainsi que d'une appréciation raisonnable des risques et des dépréciations de la part des dirigeants. La sincérité est un concept langagier reposant sur un

⁸⁰ Quatrième directive n°78/660/ CEE du Conseil du 25 juillet 1978

⁸¹ Le respect de ces trois obligations comptables fondamentales repose sur des règles figurant premièrement dans le livre I du Code de commerce (art L. 123-12 à L. 123-24) et dans le décret 83-1020 du 29 novembre 1983, deuxièmement, dans le livre II du Code de commerce (ex-loi du 24 juillet 1996) (art L. 232-1 s.) et dans le décret du 23 mars 1967 et, troisièmement, dans le plan comptable général établi par le Comité de réglementation comptable (règl. CRC 99-03).

haut degré d'objectivité de la part de professionnels indépendants, chargés d'établir les documents comptables qui serviront de base à l'acte de communication financière. Les qualités de sincérité et régularité conditionnent l'application du concept d'image fidèle comme déterminant de l'information financière. Celle-ci se construit autour des principes et méthodes comptables comme un optimum informationnel. Le *Financial Accounting Standard Board* (FASB) dans un document « *Tentative conclusions on the objectives of financial accounting* » rédigé en 1978, relève que l'information financière ne constitue pas une fin en soi, dans la mesure où, obtenue à partir de données approximatives reposant sur des classifications et des estimations, elle a pour but de fournir une information qui facilite la prise de décision tout en entraînant des coûts. L'information financière doit, selon le FASB, être à la portée de quiconque disposant de notions sur la marche des affaires et sur l'économie en général, fournir aux investisseurs et créanciers les moyens de déterminer les probabilités et l'importance des revenus qu'ils peuvent attendre de l'entreprise, fournir des indications sur les ressources de l'entreprise, ses obligations et les droits de l'actionnaire, permettre de savoir comment la direction a rendu compte de sa gestion aux actionnaires et quels en ont été les résultats, enfin aider les investisseurs à se faire une opinion sur les résultats à attendre, sur les ressources de la société et sur les circonstances qui peuvent les altérer⁸².

Le concept d'image fidèle demeure déterminant pour qualifier la pertinence de l'information financière ; en effet, en vertu de l'article L. 123-14 du Code de commerce et des articles 120-1 et 120-2 du PCG, l'image fidèle sert de référence à ceux qui établissent et contrôlent les comptes. Selon l'AMF, l'image fidèle est un révélateur, « la loi française en accord avec la quatrième directive, impose que les comptes donnent de l'entreprise une image non trompeuse dans le cadre des conventions comptables que chacun s'attend à voir respectées. Les comptes doivent désormais permettre de faire un diagnostic de l'état de la société »⁸³. Pour la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), « le concept d'image fidèle s'entend conformément aux principes et aux règles comptables en vigueur. En d'autres termes, « la fidélité » ne peut s'apprécier par rapport à une réalité qui n'a pas d'existence en soi : l'image fidèle résulte de l'application de la bonne foi des règles comptables »⁸⁴.

Encadré n°1 : Article L. 123-14 du Code de commerce

Les comptes annuels doivent être réguliers, sincères et donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise.

Lorsque l'application d'une prescription comptable ne suffit pas pour donner l'image fidèle mentionnée au présent article, des informations complémentaires doivent être fournies dans l'annexe.

Si, dans un cas exceptionnel, l'application d'une prescription comptable se révèle impropre à donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ou du résultat, il doit y être dérogé. Cette dérogation est mentionnée à l'annexe et dûment motivée, avec l'indication de son influence sur le patrimoine, la situation financière et le résultat de l'entreprise.

La recherche de l'image fidèle repose sur trois principes clés, la prudence, la permanence des méthodes et la continuité de l'activité ou de l'exploitation. L'article 120-3 du PCG énonce que la comptabilité est établie sur la base d'appréciations prudentes pour éviter le risque de transfert, sur des périodes à venir, d'incertitudes présentes susceptibles de grever le

⁸² D'après P. Dufils, C. Lopater et alii, *Mémento comptable 2005*, septembre 2004, pp. 128-129

⁸³ Rapport COB, 1983, p. 44

⁸⁴ CNCC, bulletin n°73, mars 1989, p. 128

patrimoine et le résultat de l'entité. Le principe de permanence des méthodes est exploré par l'article 120-4 du PCG, « la cohérence des informations comptables au cours des périodes successives implique la permanence dans l'application des règles et des procédures ». Enfin, L'article L. 123-20 du Code de commerce dispose que, pour l'établissement des comptes annuels, le commerçant, personne physique ou morale, est présumé poursuivre ses activités. Le diagnostic de la qualité de l'information comptable se réalise autour des critères de conformité aux référentiels, de neutralité, de comparabilité, de fiabilité, de « vérificabilité », de pertinence, de clarté et de flexibilité. Il importe de relever que ces critères qualitatifs sont des énonciations consistant à exprimer ce que l'on a constaté (officiellement ou non), à partir de l'évidence ou des raisons concernant les faits ou leur caractère axiologique⁸⁵. Le respect de ces critères qualitatifs constitue un moyen efficace pour renforcer la confiance du public⁸⁶. L'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 18 novembre 2008 explicite la signification d'une information imprécise comme « toute communication d'informations incomplètes sur la situation d'un émetteur à destination du public, quand bien même les informations manquantes seraient susceptibles de lui avoir été communiquées par d'autres supports »⁸⁷. Très concrètement, une société choisissant une présentation de ses comptes pro forma, « dérogeant à celle imposée par le règlement CRC n° 99-02, imposant une présentation qui permet d'établir, à périmètre constant, une comparaison entre l'année en cours et l'année précédente » ne mentionnant dans ses documents de référence et dans ses communiqués que des « données consolidées pro forma, sans préciser que les évolutions d'une année sur l'autre n'étaient pas évaluées à périmètre constant », abuse le public sur les performances du groupe et produit en l'espèce « une information imprécise portant atteinte à l'information du public ». Cet arrêt conduit à relever que « les dispositions de l'article 632-1 du RG AMF n'exigent pas d'établir le caractère intentionnel de la communication d'une information donnant des indications inexacts, imprécises ou trompeuses »⁸⁸.

Encadré n°2 : Article 632-1 du RG AMF

Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexacts, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers (*Arrêté du 2 avril 2009*) « ... », y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexacts ou

⁸⁵ D'après le lexique de J.L. Austin. *Quand dire c'est faire*, collection Points Essais, édition originale *How to do things with words*, Oxford University Press pour l'édition originale, 1962, réédition française mai 2002, p. 182

⁸⁶ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. Le considérant 18 énonce que « la fourniture d'une information complète sur ces valeurs mobilières et leurs émetteurs renforce, conjointement aux règles de conduite, la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance du public dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés. La façon appropriée de rendre cette information disponible consiste en la publication d'un prospectus ». Cette directive a « pour objet l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre ». (Art 1^{er} Objet et champ d'application).

⁸⁷ Cass.com., 18 nov. 2008, n°08-10.246

⁸⁸ Cass.com., 18 nov. 2008, n°08-10.246, Gaudriot, voir également Yves Sexer, Noémie du Chaffaut, Droit des marchés financiers, *La semaine Juridique – Edition Entreprise et Affaires*, n° 18, 30 avril 2009, p. 18

trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses.

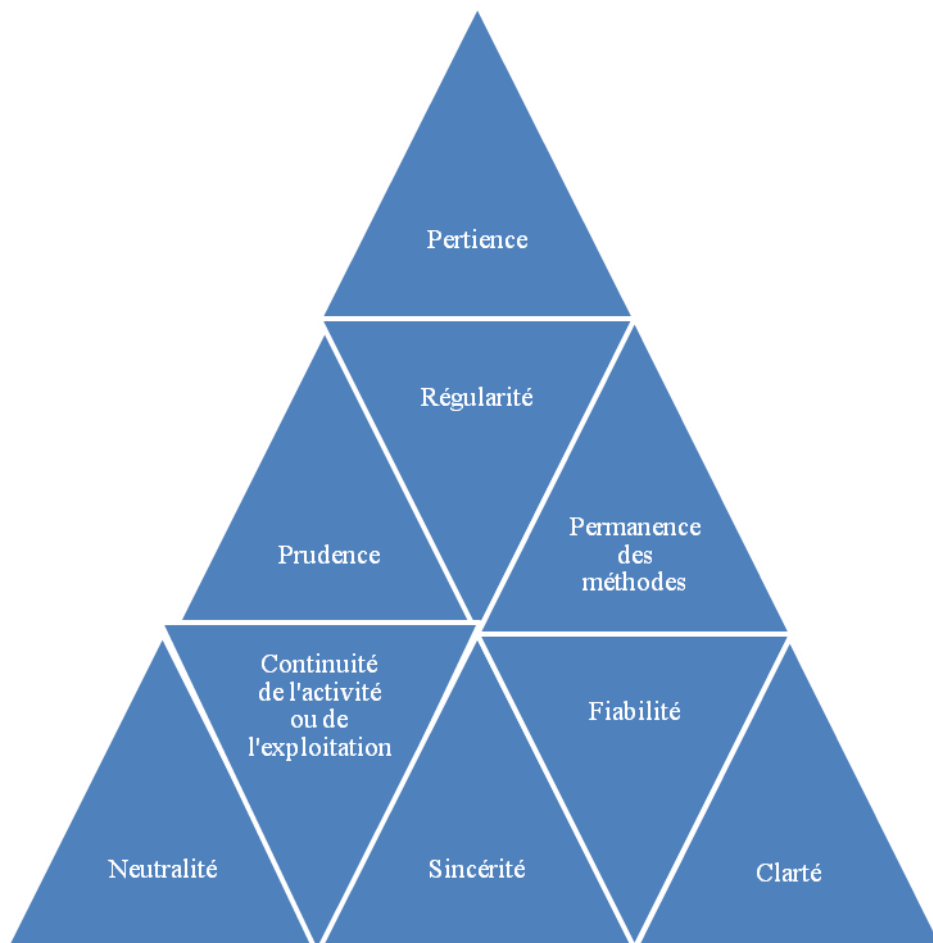
Constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant.

Le non-respect de l'interdiction mentionnée au premier alinéa par des journalistes agissant dans le cadre de leur profession doit être apprécié en tenant compte de la réglementation applicable à cette profession. Cependant ce non-respect est susceptible de constituer par lui-même un manquement dès lors que les intéressés retirent, directement ou indirectement un avantage ou des profits de la diffusion de telles informations.

(Arrêté du 2 avril 2009) « Les dispositions du présent article s'appliquent lorsque les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée. Elles s'appliquent également lors d'une offre au public de titres financiers. »

Schéma n°1 :

L'image fidèle : reflet d'une approche qualitative de l'information comptable et financière



B. La réglementation de la diffusion de l'information comptable

Partant du constat que « traditionnellement, les informations comptables relevant du droit des sociétés sont destinées aux seuls actionnaires de la société, le champ de l'information financière couvre celui du marché »⁸⁹. Ainsi, la réglementation de l'information comptable se construit autour du respect de la reconnaissance des obligations comptables générales et de la publication des comptes sociaux.

L'article L. 232-1 du Code de commerce dispose qu'à la clôture de chaque exercice, le conseil d'administration, le directoire ou les gérants doivent établir des comptes annuels selon l'article L. 123-12, al. 3 comprenant obligatoirement et indissociablement un bilan, un compte de résultat et une annexe. L'article L. 123-13, al. 4 énonce que l'annexe complète et commente l'information donnée par le bilan et le compte de résultat en fournissant toutes les informations nécessaires à la compréhension et à l'évaluation de la situation patrimoniale et financière. Le concept d'image fidèle permet de synthétiser la nature des comptes annuels.

Encadré n° 3 : Article L. 123-12, al. 3 et L. 232-1 du Code de commerce

Article L123-12

Toute personne physique ou morale ayant la qualité de commerçant doit procéder à l'enregistrement comptable des mouvements affectant le patrimoine de son entreprise. Ces mouvements sont enregistrés chronologiquement.

Elle doit contrôler par inventaire, au moins une fois tous les douze mois, l'existence et la valeur des éléments actifs et passifs du patrimoine de l'entreprise.

Elle doit établir des comptes annuels à la clôture de l'exercice au vu des enregistrements comptables et de l'inventaire. Ces comptes annuels comprennent le bilan, le compte de résultat et une annexe, qui forment un tout indissociable.

Article L232-1

I. - A la clôture de chaque exercice le conseil d'administration, le directoire ou les gérants dressent l'inventaire, les comptes annuels conformément aux dispositions de la section 2 du chapitre III du titre II du livre Ier et établissent un rapport de gestion écrit. Ils annexent au bilan :

1° Un état des cautionnements, avals et garanties donnés par la société. Cette disposition n'est pas applicable aux sociétés exploitant un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance ;

2° Un état des sûretés consenties par elle.

II. - Le rapport de gestion expose la situation de la société durant l'exercice écoulé, son évolution prévisible, les événements importants survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date à laquelle il est établi, ses activités en matière de recherche et de développement.

III. - Les documents mentionnés au présent article sont, le cas échéant, mis à la disposition des commissaires aux comptes dans des conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat.

⁸⁹ V. Magnier, Information financière et préjudice des investisseurs, *Chronique, Recueil Dalloz*, n° 9, 28 février 2008, p. 558

L'arrêt de la cour d'appel de Rouen du 29 septembre 2004⁹⁰ vient rappeler que le commissaire aux comptes, tenu par une obligation de moyen, doit mettre en œuvre les diligences lui permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'erreurs significatives. La tenue de l'assemblée générale ordinaire annuelle, devant se traduire par l'approbation des comptes, est conditionnée par la certification de comptes donnant une image fidèle de la situation économique et du patrimoine de la société. En effet, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 août 2001 confirme que les dirigeants qui ne sont pas en mesure de présenter dans le délai légal des comptes donnant une image fidèle de la société sont en droit de demander en justice un report de l'assemblée générale annuelle.

L'information financière est construite à partir de données historiques et prévisionnelles, conduisant ainsi à une gestion rationnelle des différentes temporalités. L'état actuel du droit positif fait obligation à toutes les sociétés commerciales, quelle que soit leur forme, qui, à la clôture de leur exercice social, ont employé au moins 300 salariés ou ont réalisé un chiffre d'affaires net d'au moins 18 millions d'euros, d'établir des documents de gestion prévisionnelle (art L. 232-2 ; art D. 244 al. 1 C.com). Les documents de gestion prévisionnelle comprennent une situation de l'actif réalisable et disponible, indispensable pour détecter une éventuelle cessation de paiements, un tableau de financement retraçant l'évolution des flux d'emplois et de ressources, un compte de résultat prévisionnel faisant état des produits et des charges futures estimées et un plan de financement prévisionnel permettant de connaître les futurs besoins de trésorerie. Ces documents doivent être analysés par le conseil d'administration ou le directoire (art L 232-3 et L. 232-4). Le commissaire aux comptes doit alerter, dans un rapport écrit, le conseil d'administration, le directoire et le comité d'entreprise, si les dirigeants sociaux n'ont pas exécuté leurs obligations ou si les informations communiquées appellent de sa part des observations.

Encadré n° 4 : Les recommandations sur les référentiels utilisés par les émetteurs

Le 12 février 2008, l'AMF a publié un communiqué de presse invitant les émetteurs à suivre la recommandation de l'OICV, publiée le 6 février, sur la transparence en matière de référentiel comptable utilisé.

Du fait de la convergence des référentiels comptables mondiaux, une ambiguïté peut exister quant à la conformité de certains référentiels comptables par rapport aux normes IFRS. L'OICV a donc recommandé aux sociétés cotées préparant leurs comptes sur la base d'un référentiel IFRS modifié ou adapté de faire figurer dans leurs notes annexes cinq informations :

- une mention claire du référentiel comptable utilisé ;
- une description des politiques comptables utilisées portant sur les sujets clés ;
- une indication du lieu où ce référentiel comptable peut être consulté ;
- une déclaration précisant que les états financiers sont conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB, si tel est le cas ;
- et une explication des différences entre le référentiel utilisé et les IFRS de l'IASB, si tel est le cas.

Pour les émetteurs français, l'AMF a précisé que les mentions suivantes pouvaient être faites en annexe :

⁹⁰ CA Rouen 29 septembre 2004, n° 01-1553

- indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS tel qu'adopté par l'Union européenne;
- référence du site internet de la Commission européenne où ce référentiel est disponible ;
- lorsque c'est le cas, une indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS élaboré par l'IASB ;
- et dans le cas contraire, une mention explicite que les états financiers ne sont pas conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB et une description narrative des différences entre les principes utilisés et les IFRS publiés par l'IASB.

Source : Rapport annuel 2008 Autorité des marchés financiers, chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, p. 141

L'obligation de déposer au greffe du tribunal de commerce les comptes et rapports annuels est encadrée par la première directive n° 68/151/CEE du Conseil du 9 mars 1968, la quatrième directive n°78/660/ CEE du Conseil du 25 juillet 1978, la directive n°90/605/CEE du 8 novembre 1990. Ces directives font de l'information financière l'axe central de la transparence. Les données comptables et financières élaborées doivent servir d'instrument de protection des tiers et de vigilance sur l'évolution du patrimoine des sociétés. Il est fait obligation aux sociétés par actions ainsi qu'aux SARL de déposer chaque année au greffe du tribunal de commerce ou du tribunal d'instance, statuant commercialement, leurs comptes et rapports annuels dans le mois qui suit leur approbation par l'assemblée générale des actionnaires ou associés, ainsi que, le cas échéant, leurs comptes consolidés⁹¹. Ce dépôt en double exemplaire, porte sur les comptes annuels (bilan, compte de résultat, annexe), le rapport de gestion, le rapport du conseil de surveillance, s'il s'agit d'une société anonyme à directoire ou d'une société en commandite par actions, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels, éventuellement complété de leurs observations sur les modifications apportées par l'AGO, la proposition d'affectation du résultat soumise à l'assemblée et la résolution votée, le cas échéant, l'inventaire des valeurs mobilières, les comptes consolidés, le rapport sur la gestion du groupe, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés. En cas de refus d'approbation des comptes, il convient de déposer, non pas les documents énumérés mais deux copies de la délibération de l'assemblée⁹². L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 18 octobre 1993 rappelle que le non-dépôt au greffe des comptes annuels d'une société est susceptible de nuire à l'ensemble de la profession concernée et d'entraîner un préjudice collectif, ce qui permet à un syndicat d'agir dans le cadre de son objet social pour obtenir le respect d'une réglementation particulière⁹³.

La directive 2009/49/CE du 18 juin 2009⁹⁴ vise à alléger les formalités en matière de publicité et de comptabilité pour les petites et moyennes sociétés ainsi que pour les sociétés mères dont les filiales présentent un intérêt négligeable.

⁹¹ D'après N. Stolowy, De nouvelles injonctions en matière de publication des comptes par les sociétés, *La semaine juridique- Edition Entreprise et Affaires*, n° 11, 16 mars 2006, pp. 524-525

⁹² art L. 232-23 II, L. 232-22 II et L. 232-21 II, Décret 84-406 du 30-05-1984 art. 47 et 54.

⁹³ Cass. crim., 18 oct. 1993, n° 92-84. 115 : Rev. Sociétés 1994, p. 97-99, note Boulloc.

⁹⁴ Directive 2009/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2009 modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil en ce qui concerne certaines obligations de publicité pour les sociétés de taille moyenne et l'obligation d'établir des comptes consolidés. Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive avant le 1^{er} janvier 2011.

Concernant la réduction des obligations de publicité en matière comptable pour les entreprises de taille moyenne, la directive offre la possibilité aux PME⁹⁵ de ne pas mentionner dans l'annexe le détail des frais d'établissement de l'entreprise, la ventilation du chiffre d'affaires par catégorie d'activité et par marché géographique.

Les sociétés mères dont les filiales présentent un intérêt négligeable tant individuellement que collectivement sont exemptées d'établir des comptes consolidés et un rapport consolidé de gestion. En conséquence, il ne sera plus nécessaire de préparer deux fois des séries de comptes presque identiques.

C. Réglementation de l'information boursière

Destinée à favoriser l'égalité de traitement entre investisseurs, la réglementation de l'information boursière constitue le socle de la transparence des marchés financiers⁹⁶. Elle repose, en conséquence, sur la connaissance des obligations inhérentes à la diffusion d'une information périodique, permanente et occasionnelle.

L'information financière est régie par les principes d'égalité de traitement et d'intégrité⁹⁷. Le premier principe vise à s'assurer que la même information pourra être donnée à tous les intervenants (investisseurs, investisseurs institutionnels, analystes) en même temps. Ce premier principe est exprimé par la directive 2004/109/ CE « transparence »⁹⁸ et par les articles 222-9 et 231-3 du Règlement général de l'AMF. Le second principe est repris par l'article 222-2 du Règlement général de l'AMF, « l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère ». Le principe d'intégrité est essentiel pour comprendre que la transparence des marchés financiers résulte de la qualité des informations diffusées ; c'est ainsi que dans un communiqué du 12 mars 2003, la COB mettait en garde les émetteurs contre l'emploi de termes dépourvus de définitions précises dans la communication financière. L'affaire Vivendi Universal fut révélatrice de l'utilisation abusive d'indicateurs financiers, construits ou utilisés *ad hoc* pour servir les intérêts de l'équipe dirigeante ; l'Ebitda, nouvelle sorte d'excédent brut d'exploitation en fut l'exemple type. L'AMF s'est donc émue de la création d'acronymes financiers ou d'indicateurs financiers nouveaux dont la difficulté consiste à en appréhender le contenu et la distinction comme le *cash flow opérationnel*, le *free cash flow operationnel* ou encore le *cash flow net*, indicateurs servant à exprimer en français la capacité d'autofinancement de la société. La directive 2003/124/CE de la commission et les articles 2.2 et 222-5 du Règlement général de l'AMF imposent pourtant aux émetteurs de faire une distinction claire entre l'information réglementaire et la communication marketing. L'AMF, s'appuyant sur l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, a pour mission générale « de veiller à l'information des investisseurs, elle contrôle l'exécution par les émetteurs de leurs obligations d'information et le contenu de l'information délivrée au

⁹⁵ Sont concernées, les PME qui ne dépassent pas, à la clôture de leur exercice, deux des trois seuils suivants : 17 500 K€ de pied de bilan, 35 000 K€ de chiffre d'affaires et 250 salariés

⁹⁶ Le considérant 21 de la Directive « prospectus » précise que « l'information constitue un facteur déterminant pour la protection des investisseurs; le prospectus devrait contenir un résumé indiquant les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci. Pour rendre ces informations facilement accessibles, le résumé devrait y être rédigé dans un langage non technique et, en général, sa longueur ne devrait pas dépasser 2 500 mots dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement ».

⁹⁷ T. Bonneau, F.Drummond, Droit des marchés financiers, *Economica*, deuxième édition, 2005, pp. 399-401

⁹⁸ Directive 2004/109/CE préc. Considérant 22, art. 17.1 ; 18.1.

marché. Elle dispose du pouvoir d'ordonner des publications rectificatives, et de se substituer le cas échéant à l'émetteur défaillant pour procéder elle-même à la publication et de sanctionner la violation par l'émetteur de ses obligations »⁹⁹.

L'AMF exerce sa vigilance sur les informations périodiques et permanentes à la charge des émetteurs. A l'exception des opérations de marché qu'elle contrôle *a priori* par le biais du visa, il s'agit essentiellement d'un contrôle *a posteriori* sur les informations financières déjà diffusées.

Avec la transposition en droit interne des dispositions de la directive « transparence » qui ont été intégrées dans le Code monétaire et financier, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé se trouvent désormais soumises à deux séries d'obligations en matière d'informations périodiques : le Code monétaire et financier (art L. 451-1-2), l'AMF (règlt gén, art 222-4 à 222-6) et le Code de commerce (art L. 232-7, R. 232-12 et R. 232-13)¹⁰⁰.

La diffusion de l'information comptable répond à une double exigence, éviter toute forme d'inquiétude ou de crise de confiance qui pourrait se traduire par la diffusion de rumeurs déstabilisatrices, tant pour les émetteurs que pour les épargnants, et maîtriser les coûts de la diffusion. C'est la raison pour laquelle l'information diffusée auprès du public suit une temporalité précise et déterminée par le législateur, l'année, le semestre et le trimestre¹⁰¹.

Le décret n°2008-258 du 13 mars 2008, relatif à la publication de l'information financière réglementée, supprime, à compter du 1^{er} septembre 2008, l'obligation de publier au BALO les projets de comptes annuels, l'affectation de résultat et, le cas échéant, des comptes consolidés (C. com art R. 232-10 supprimé). Le groupe Revue fiduciaire remarque « qu'en ce qui concerne l'obligation de publier dans les quarante-cinq jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale, les comptes annuels approuvés revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes, la décision d'affectation des résultats et, le cas échéant, les comptes consolidés ; la rédaction du texte issue du décret est ambiguë. (...) Toutefois, en toute logique, les sociétés qui doivent déjà publier auprès de l'AMF un rapport financier annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice (C.mon et fin. art L. 451-1-2, AMF règlt général art 222-3) devraient à notre avis être dispensées de la publication au BALO »¹⁰².

Au sujet des obligations de publication des informations comptables et financières en fin du premier semestre

Le décret n°2008-258 du 13 mars 2008 supprime, à compter du 1^{er} septembre 2008, l'obligation de publication de l'information semestrielle au BALO pour les sociétés dont les actions sont, en tout ou en partie, admises à la négociation sur un marché réglementé. Elle est remplacée par l'obligation de déposer auprès de l'AMF, dans les quatre mois qui suivent la

⁹⁹ Art L. 621-1 du Code Monétaire et financier, art 222-11 du Règlement général de l'AMF.

¹⁰⁰ Rédaction Groupe Revue fiduciaire, l'information intermédiaire, *Revue fiduciaire comptable*, n° 349, avril 2008, p. 33

¹⁰¹ Voir M. Teller, V. Jamet, La « directive transparence » : étape décisive vers un big-bang annoncé de l'information financière ? : *Bull Joly Bourse*, 2004, p. 429

¹⁰² Rédaction Groupe Revue fiduciaire, Panorama de l'actualité, *Revue fiduciaire comptable*, n° 349, avril 2008, p. 5

fin du premier semestre, le rapport semestriel prévu par l'article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier.

Encadré n° 5 : Article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier. (Extrait)

Modifié par Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 - art. 29

(..) Ce rapport financier annuel est tenu à la disposition du public pendant cinq ans, selon des modalités prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Il comprend les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents et le rapport des commissaires aux comptes ou des contrôleurs légaux ou statutaires sur les comptes précités.

(..) Ce rapport financier semestriel comprend des comptes condensés pour le semestre écoulé, présentés sous forme consolidée le cas échéant, un rapport semestriel d'activité et une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents.

Les commissaires aux comptes vérifient la sincérité des comptes condensés mentionnés à l'alinéa précédent, par rapport aux informations contenues dans le rapport semestriel d'activité et font état de leurs observations dans un rapport d'examen limité annexé à celui-ci.

Les émetteurs (..) dont des titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, publient également et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers une information financière trimestrielle dans les quarante-cinq jours qui suivent la fin des premier et troisième trimestres de leur exercice.

Cette information financière comprend :

1° Une explication des opérations et événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une explication de leur incidence sur la situation financière de l'émetteur et des entités qu'il contrôle ;

2° Une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle pendant la période considérée ;

3° Le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé et, le cas échéant, de chacun des trimestres précédents de l'exercice en cours et de l'ensemble de cet exercice, ainsi que l'indication des chiffres d'affaires correspondants de l'exercice précédent. Ce montant est établi individuellement ou, le cas échéant, de façon consolidée.

(..) VII.-Sans préjudice des obligations prévues par le code de commerce, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les modalités de publication, de dépôt et de conservation des documents et informations mentionnés au présent article.

VIII.-L'Autorité des marchés financiers peut dispenser les émetteurs dont le siège est établi hors de l'Espace économique européen des obligations définies au présent article si elle estime équivalentes les obligations auxquelles ceux-ci sont soumis. L'Autorité des marchés financiers arrête et publie régulièrement la liste des Etats tiers dont les dispositions législatives ou réglementaires sont estimées équivalentes.

Les obligations de publication trimestrielle sont prévues par le Code de commerce et le Code monétaire et financier.

A compter du 1^{er} septembre 2008, les obligations de publication au BALO prévues par l'article R. 232-12 du Code de commerce sont abrogées. Seules restent à la charge de ces

sociétés les obligations de publication et de dépôt auprès de l'AMF de l'information trimestrielle visée par l'article L. 451-1-2-IV du Code monétaire et financier¹⁰³.

Au sujet de la diffusion des informations permanentes, l'article 222- 1 du Règlement général de l'AMF dispose que cette obligation pèse sur tout émetteur faisant appel public à l'épargne ou dont les instruments financiers sont le support d'un contrat à terme ou d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé. Ces dispositions s'imposent également aux dirigeants de l'émetteur, de l'entité ou de la personne morale concernée¹⁰⁴.

Après avoir exposé, de façon générale, le cadre juridique de l'information permanente, il convient de matérialiser son existence au travers des communiqués et de sa diffusion auprès des comités d'entreprise.

Considérant que l'information publiée dans les comptes annuels demeure nécessaire mais non suffisante lorsque intervient un événement de nature à avoir une influence significative sur les cours de bourse, il est faite obligation aux émetteurs, aux personnes préparant une opération financière et aux personnes ayant fait une déclaration d'intention, d'avertir les investisseurs. En effet, l'obligation d'information concerne les émetteurs, personnes morales ayant le statut de sociétés faisant publiquement appel à l'épargne (ou dont les instruments financiers sont les supports d'un contrat à terme ou d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé), de porter à la connaissance du public toute information privilégiée qui les concerne directement (Règl. Gén. AMF art 222-1 et 632-1). Sur le plan doctrinal, l'information permanente est conçue par le législateur européen comme un mécanisme de prévention des opérations d'initiés ; « les dispositions relatives à l'information permanente et celles consacrées aux informations privilégiées sont de ce fait articulées »¹⁰⁵.

L'article 222-4 du Règlement général de l'AMF énonce que, lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, il doit en assurer une diffusion effective et intégrale, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle, sauf si la personne qui reçoit l'information est tenue à une obligation de confidentialité. Au regard de l'article 222-5, l'émetteur doit s'abstenir de combiner, d'une manière susceptible d'induire le public en erreur, la fourniture d'informations privilégiées et les éléments publicitaires ou commerciaux relatifs à ses activités. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 10 septembre 1996 affirme qu'il importe peu qu'aucun mouvement significatif n'ait été enregistré sur le cours du titre lors de la révélation de l'information, dès lors que celle-ci, qui portait sur le montant de la formation du résultat, était susceptible d'avoir une influence sur le cours. L'éventualité de l'influence de l'information prime sur l'effectivité de cette information. Il est précisé également que tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué rapidement selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de leur diffusion initiale. Conformément à l'article 222-3, I, cette information doit intervenir dès que possible ; cependant, eu égard à l'article 222-3, II, l'émetteur peut toutefois, sous sa propre responsabilité, différer cette publication

¹⁰³ D'après rédaction Groupe Revue fiduciaire, Panorama de l'actualité, *Revue fiduciaire comptable*, n° 349, avril 2008, p. 5

¹⁰⁴ D'après T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 401

¹⁰⁵ Il s'agit de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, dite « abus de marché ».

afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur, et qu'il soit en mesure d'assurer la confidentialité de l'information en contrôlant l'accès à cette dernière en particulier.

L'AMF définit les intérêts légitimes comme étant ceux de l'émetteur et des actionnaires, c'est à dire « les contraintes de confidentialité liées à la concurrence, la nécessité de coordonner la diffusion des informations sur le marché national avec la diffusion sur les marchés étrangers, le risque qu'une diffusion prématurée ferait courir aux négociations en cours »¹⁰⁶.

Le respect de l'obligation d'information du public n'est pas subordonné à la constatation du fait considéré dans la comptabilité de l'émetteur ; « ainsi doit être sanctionnée la société qui a manqué à son obligation d'information en n'avertissant le public des difficultés de commercialisation d'un nouveau produit que trois mois après les reports en annulation de commandes de celui-ci, une fois ces reports et annulations enregistrés en comptabilité ; ces difficultés de commercialisation constituaient des faits d'autant plus importants que l'essentiel des prévisions de hausse du chiffre d'affaires et des résultats positifs de la société dépendaient de la commercialisation de ce produit »¹⁰⁷.

Les personnes préparant une opération financière sont concernées par l'obligation de diffusion d'une information permanente. L'article 222-7, al. 1 du règlement général de l'AMF énonce que toute personne qui prépare pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cet instrument. Cependant, l'article 222-7, al. 2 précise que la personne en cause peut, sous sa responsabilité, différer cette publication si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité.

L'article 222-8 du règlement général de l'AMF encadre les « déclarations d'intention ». « Les sociétés et les personnes préparant une opération financière peuvent être amenées à faire des déclarations d'intention, soit de leur propre chef, soit en application de dispositions réglementaires¹⁰⁸. Si, par la suite, leurs intentions ne sont pas conformes à la déclaration initiale, elles doivent rapidement porter leurs nouvelles intentions à la connaissance du public »¹⁰⁹.

Encadré n° 6 : La réforme de l'appel public à l'épargne

L'ordonnance du 22 janvier 2009(a) a procédé à une vaste réforme de l'appel public à l'épargne afin de rendre le droit français plus lisible pour les émetteurs étrangers et de renforcer la compétitivité de la Place de Paris.

Cette réforme a pour axe principal la suppression de la notion d'appel public à l'épargne qui recouvre à la fois la cotation sur un marché réglementé et l'émission ou la cession de titres dans le public.

L'ordonnance du 22 janvier refonde le droit financier français en séparant ces deux notions et en les dotant de régimes juridiques autonomes. Corrélativement, le statut d'émetteur faisant

¹⁰⁶ Bull. COB juin 1990, p. 9

¹⁰⁷ D'après Cass. com. 23 juin 2004, n° 1014 : RJDA 12/04 n° 1341

¹⁰⁸ Par exemple, en cas d'offre publique ou en cas de franchissement de seuils.

¹⁰⁹ D'après, A. Charveriat, A. Couret et alii, *Mémento pratique Francis Lefebvre Droit des affaires sociétés commerciales 2006*, Editions Francis Lefebvre, septembre 2005, pp. 958-959

appel public à l'épargne, qui n'avait pas d'équivalent en droit communautaire, disparaît. Le régime juridique des émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé n'est pas modifié et relève des directives européennes Prospectus, Transparence et Abus de marché. Les émetteurs dont les titres sont cotés sur Alternext demeurent tenus par les obligations légales dont l'opérateur de marché aura demandé l'application. En revanche, les émetteurs qui feront une offre au public de titres financiers, sans en demander l'admission aux négociations sur un marché réglementé ni sur Alternext, ne seront soumis qu'à l'obligation ponctuelle de publier, préalablement à la réalisation de cette opération, un prospectus visé par l'AMF. La réforme offre par ailleurs aux émetteurs la possibilité de réaliser des augmentations de capital sans offre au public, par voie de placement privé, dans les conditions de prix prévues par le code de commerce et dans la limite de 20% du capital social par an. L'ordonnance entrant en vigueur le 1er avril 2009, ce délai a été mis à profit pour apporter au règlement général de l'AMF les modifications et les aménagements nécessaires qui ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 13 février 2009.

(a) Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

Source : Rapport annuel 2008 Autorité des marchés financiers, chapitre 3 : Les opérations financières et la qualité de l'information, pp. 99-100

Les communiqués de presse constituent un instrument de mise en œuvre de l'information permanente. En effet, si l'article 222-2 du Règlement général de l'AMF exige que l'information donnée au public soit exacte, précise et sincère, l'article 222-10 précise qu'elle peut être réalisée sous la forme de communiqués dans des supports librement choisis par l'auteur, sous sa responsabilité. Ces communiqués devant être transmis à l'AMF au plus tard au moment de leur publication, l'objectif consistant à mettre toute l'information en même temps à la disposition de toute la communauté de marché¹¹⁰. L'information sous forme de communiqué est essentielle lorsque la société doit prévenir d'une évolution défavorable de sa situation ou de ses résultats, par rapport aux prévisions annoncées. Retarder la diffusion de l'information peut se traduire par une volonté de dissimulation de la situation réelle. L'alerte au sujet des résultats ou *profit warning* doit servir à amortir les chocs futurs et à éviter la propagation des rumeurs. L'émetteur peut néanmoins retarder la publication d'un communiqué s'il juge nécessaire et légitime de protéger une information dont la diffusion porterait atteinte à ses intérêts, notamment lorsque la confidentialité est requise pour poursuivre des négociations. L'AMF veille scrupuleusement à n'autoriser des reports de la publication d'un communiqué que si l'émetteur prend des mesures pour démontrer le caractère confidentiel et éviter l'utilisation abusive et la circulation induite d'informations privilégiées. Ces mesures prises par l'émetteur doivent être de nature à empêcher l'accès à cette information à des personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur. L'obligation d'information est considérée comme exercée lorsque l'émetteur publie un avis financier ou lorsque le communiqué est intégralement repris par la presse quotidienne. Tant que le communiqué n'est pas intégralement repris, l'émetteur est dans l'incertitude juridique. Afin d'améliorer la sécurité juridique des émetteurs, les Etats

¹¹⁰ Voir D. Bouton 12^e Entretiens de la COB, 21 nov 2002, *Quelle confiance accorder à l'information financière ?* Table ronde n°1.

membres dans le cadre de la transposition de la directive « transparence » ne pourront empêcher un émetteur d'utiliser un support médiatique pour diffuser toutes les informations réglementées. La commission des sanctions de l'AMF¹¹¹ relève que l'absence d'explication et de justification de la publication de la croissance d'un chiffre d'affaires est de nature à constituer une information trompeuse. En l'espèce, diffuser un communiqué mettant en exergue l'information suivante : « *Chiffre d'affaires : + 59 %* » sans préciser que cette croissance était pour près des trois quarts imputable à un changement du périmètre de consolidation » est de nature à être trompeur et inexact dans la mesure où la société n'a pas corrigé cette information.

Encadré n° 7 : AMF, décision de la commission des sanctions, 21 nov. 2007 (Extrait pp. 13-14)

Considérant que ce communiqué était, de surcroît, imprécis en ce qui concerne les perspectives pour 2004 ; qu'en effet, après la mise en exergue de l'affirmation « 2004, *Un marché établi* », il était indiqué un chiffre d'affaires consolidé prévisionnel de « 85 millions d'euros pour 2004 », contre un peu plus de 30 M€ pour 2003, en raison d'une croissance interne sur un « *marché (...) en croissance exponentielle* » et d'« *une acquisition stratégique* », sans que la distinction soit établie entre la contribution de la croissance interne et celle de la croissance externe à cette augmentation annoncée de 265 % en un an ; que le silence gardé par la société pendant plusieurs mois, alors que son propre chiffre d'affaires subissait une dégradation et que l'acquisition envisagée n'était pas réalisée, a ensuite donné un caractère inexact et trompeur à cette information non corrigée, alors que la société en avait l'obligation, cette information étant de nature à avoir une incidence sensible sur le cours de l'action ;

Considérant qu'il résulte de tout ce qui précède que sont constitutifs de manquements à l'information exacte, précise et sincère du public, d'une part, l'absence de mention dans l'annexe aux comptes consolidés de l'exercice 2002 de la double transaction réalisée sur le même actif par la société Universal Multimedia avec des sociétés appartenant à M. X et sa famille et, d'autre part, l'information donnée dans le communiqué de la société en date du 3 mars 2004 ainsi que le retard mis à en corriger le contenu.

Afin que les salariés soient informés de l'évolution de leur entreprise, l'information permanente du comité d'entreprise est essentielle. Depuis la loi du 17 janvier 2002, l'article L. 431-5-1 du Code du travail met à la charge de tout employeur l'obligation de porter « prioritairement » à la connaissance du comité d'entreprise toute annonce destinée à informer le public d'un projet engageant la stratégie économique de l'entreprise dont les « mesures mises en œuvre » seraient susceptibles d'affecter l'emploi. Les dirigeants se retrouvent donc face au dilemme suivant : doivent-ils informer prioritairement le comité d'entreprise ou le marché ?

D'après l'AMF, la nécessité de consulter le comité d'entreprise avant toute mise en œuvre d'un plan de licenciement ne permet pas aux dirigeants de différer l'annonce au public d'un plan sauf à préciser qu'il ne s'agit que d'un projet dont l'adoption ne peut intervenir qu'après consultation du comité d'entreprise¹¹². L'article 222-7 du Règlement général de l'AMF fait

¹¹¹ AMF, commission des sanctions, 21 nov. 2007

¹¹² Bull. COB juin 1990 p. 9

peser sur l'émetteur ou toute personne agissant pour son compte l'obligation de porter à la connaissance du public toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours d'un instrument financier ou sur les droits des porteurs.

La question ne demeure néanmoins pas tranchée ; est-ce que les dirigeants sociaux se rendent coupables d'un délit d'entrave au fonctionnement du comité d'entreprise prévu à l'article L. 483-1 du Code du travail ? L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 18 novembre 1997¹¹³ a en effet jugé que le délit d'entrave n'est pas constitué en cas de « motif légitime » de non-communication d'informations au comité d'entreprise. En l'occurrence, le Conseil constitutionnel, dans sa décision du 12 janvier 2002, rendue après examen de la loi de modernisation sociale a décidé que l'obligation d'informer préalablement le comité d'entreprise s'analyse comme un ordre de loi qui exonère l'employeur de la responsabilité qui lui incombe « tant en matière pénale ou civile, du seul fait de cette information »¹¹⁴. L'article 6-3, al. 2 de la directive « abus de marché » précise que l'information n'a pas à être rendue publique si la personne informée est tenue à une obligation de confidentialité, légale, réglementaire ou contractuelle, ce qui est le cas des membres du comité d'entreprise.

Il s'ensuit que cette obligation de communication repose sur deux obligations conjointes. Premièrement, la nécessité de divulguer dans les mêmes conditions tout changement significatif affectant des informations privilégiées déjà rendues publiques. Deuxièmement, lorsque l'émetteur ou une personne agissant en son nom ou pour son compte a communiqué une information privilégiée à un tiers, dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, d'en assurer une diffusion intégrale et effective, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle¹¹⁵. Cette seconde obligation est levée lorsque la personne qui reçoit l'information privilégiée est tenue par une obligation de confidentialité de source législative, réglementaire, statutaire ou contractuelle.

Les informations occasionnelles doivent également être présentées aux parties prenantes. L'information occasionnelle est définie comme étant « celle qui doit être diffusée par l'émetteur lors d'une opération financière. La nature et les modalités de cette information varient en fonction du type d'opération. Lorsque l'opération est une opération d'appel public à l'épargne, l'information prend la forme très complète d'un prospectus soumis au visa de l'AMF. Lorsque l'opération est une fusion ou un apport partiel d'actif, c'est un document d'information qui doit être diffusé. Enfin, lorsque l'opération est un programme de rachat par l'émetteur de ses propres titres, une note d'information est exigée »¹¹⁶.

L'information proforma fait l'objet d'une vigilance toute particulière. Le règlement général exige, en cas de variation du périmètre ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 %, une information proforma sur l'exercice au cours duquel la variation est intervenue.

L'information proforma doit permettre de comparer dans le temps les changements de méthodes d'évaluation. La pertinence de l'information comptable repose sur le principe de permanence des méthodes signifiant la stabilité dans le temps et l'espace des méthodes

¹¹³ Cass. crim., 18 nov 1997 : Bull. Crim. n° 390

¹¹⁴ Cons. Const., 12 janv. 2002, n° 2001-455 DC : JO 2002, p. 10153, rendue après examen de la loi de modernisation sociale du 17 janvier 2002.

¹¹⁵ D'après T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 403

¹¹⁶ Ibid, p. 408-409

d'enregistrement. Lorsqu'il est décidé de changer de méthodes d'évaluation pour choisir, par exemple, un autre référentiel, alors le règlement général de l'AMF exige, si les variations dues au changement de méthode entraînent des écarts supérieurs à 25 %, que soit présenté un jeu de comptes neutralisant la variation du périmètre. En d'autres termes, il convient de pouvoir comparer des données économiques et financières sans que viennent se greffer des variations erratiques inhérentes à des ajustements d'évaluation. Il est parfois envisageable de mesurer des écarts de plus de 150 % concernant l'évaluation d'actifs immatériels. L'information proforma offre aux récepteurs de l'information comptable et financière l'opportunité de ne pas se laisser emprisonner par un choix interne de changement de méthode.

Le Conseil National des Commissaires aux Comptes (CNCC) a publié fin avril 2000 la norme de travail n° 364 (associée à une nouvelle norme de rapport) sur l'examen des comptes proforma. Le commissaire aux comptes peut, à la demande des dirigeants de la société dans laquelle il assure ses fonctions, émettre un rapport d'examen des comptes proforma. La norme CNCC s'applique à des comptes proforma établis à partir des comptes historiques (annuels, consolidés ou intermédiaires) ayant déjà fait l'objet d'un audit ou d'un examen limité¹¹⁷.

Encadré n° 8 : Présentation des informations financières pro forma

Article 1 - Définitions

La notion de changement de périmètre correspond à une (ou plusieurs) acquisition(s) ou cession(s) d'une entité, d'actifs ou d'un groupe d'actifs et de passifs intervenue(s) pendant l'exercice en cours.

L'exercice en cours correspond au dernier exercice ou à la dernière période présenté(e) dans le rapport financier.

Article 2 - Caractéristiques de l'information pro forma

L'information pro forma est fournie pour la dernière période couverte par les états financiers présentés dans le rapport financier comme si le changement de périmètre était intervenu à l'ouverture de la période.

L'information pro forma est établie sous une forme compatible avec les méthodes comptables que l'émetteur a appliquées dans ses derniers états financiers.

L'information pro forma est présentée lorsque la transaction a lieu sur l'exercice en cours.

Article 3 - Contenu de l'information pro forma

L'information pro forma comprend une description des principales hypothèses retenues pour son élaboration.

L'information pro forma est normalement présentée en colonnes, en indiquant :

- a) les informations historiques non ajustées,
- b) les ajustements pro forma, et
- c) les informations financières pro forma résultant de ces ajustements.

L'émetteur précise si les informations historiques ont fait l'objet d'un examen limité ou d'un audit par des contrôleurs légaux.

L'information pro forma comprend, en plus du chiffre d'affaires et du résultat de la période, les principaux soldes intermédiaires reflétant l'activité et le financement, habituellement présentés au niveau du compte de résultat.

¹¹⁷ D'après P. Dufils, C. Lopater et alii *Mémento Pratique Francis Lefebvre Comptable 2001*, Editions Francis Lefebvre, septembre 2000, pp. 1362-1363

Dans des cas exceptionnels, s'il est impossible de fournir ces informations, ce fait doit être indiqué ainsi que sa cause.

En cas de cession, il n'est pas demandé de fournir d'informations autres que celles requises par les normes comptables applicables.

Article 4 - Localisation de l'information pro forma

L'information pro forma, décrite aux articles 1 à 3, est présentée dans l'annexe aux comptes.

Source : AMF, Instruction n° 2007-05 du 2 octobre 2007 relative à la présentation des informations financières pro forma, prise en application de l'article 222-2 du règlement général de l'AMF, Mise en ligne le 12 octobre 2007

II- Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique et permanente

Partant du constat que « la responsabilité de l'émetteur s'accompagne dorénavant d'une implication personnelle accrue des dirigeants sociaux¹¹⁸. Imposée autrefois par le règlement COB n° 98-01 et reprise par le règlement de l'AMF, la certification de nombreux documents, ajoutée à la nouvelle obligation de déclaration mise à la charge des personnes physiques qui assument la responsabilité des rapports financiers périodiques, favorise le processus de personnalisation de la responsabilité. En pratique, pourtant, le risque pesant sur les sociétés émettrices et leurs dirigeants, lié à la diffusion d'une information inexacte ou incomplète sur le marché, est moindre que ce que les textes laisseraient supposer »¹¹⁹.

L'analyse des sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique (A) et permanente (B) met en évidence les moyens concrets dont disposent les autorités de régulation, administratives et judiciaires.

A. Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique

D'ordre essentiellement pénal, le traitement des sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique s'appuie sur la publication des comptes sociaux, des documents prévisionnels et des comptes consolidés.

Les sanctions relatives à la publication des comptes sociaux émanent, d'une part, du pouvoir d'injonction du président du tribunal de commerce, renforcé par la loi de sauvegarde des entreprises du 26 juillet 2005, et d'autre part, des dispositions coercitives prévues par le Code pénal.

L'article L. 611-2-II du Code de commerce dispose en effet qu'à compter du 1er janvier 2006, le président du tribunal de commerce peut adresser aux dirigeants des sociétés qui ne déposent pas leurs comptes au greffe une injonction de le faire même sans demande de tiers.

Le décret¹²⁰ pris en application de la loi précise que le président du tribunal rend une ordonnance faisant injonction de déposer les comptes dans le délai d'un mois, sous peine d'astreinte. Si l'injonction est exécutée dans les délais, l'affaire est clôturée. Mais si elle n'est pas suivie d'effet dans le délai d'un mois à compter de la signification de l'ordonnance, le

¹¹⁸ La notion de « dirigeants sociaux » doit être entendue *stricto sensu*. Les dirigeants de droit sont les administrateurs, directeur général et membres du directoire.

¹¹⁹ V. Magnier, Information financière et préjudice des investisseurs, *Chronique, Recueil Dalloz*, n° 9, 28 février 2008, p. 558

¹²⁰ Décret 2005-1677 du 28 décembre 2005, art 6 à 10, JO du 29 décembre 2005

président du tribunal de commerce constate le non-dépôt des comptes par procès verbal et il statue sur la liquidation d'une astreinte. Il peut demander des renseignements sur la situation économique et financière de la société auprès des commissaires aux comptes, des membres et représentants du personnel, des administrations publiques, des organismes de sécurité et de prévoyance sociale ainsi que des services chargés de la centralisation des risques bancaires et des incidents de paiement. La communication de ces documents est prévue par l'article L. 611-2, I du Code de commerce dans le cadre de la procédure d'alerte. La demande doit être écrite et accompagnée des copies de l'ordonnance et du procès verbal. Si elle est présentée dans les formes et les délais impartis, les personnes et organismes interrogés doivent donner des renseignements demandés dans le délai d'un mois. Dans le cas contraire, ils ne sont pas tenus d'y répondre (D. n°2005-1677, art. 10).

Le non-dépôt des comptes annuels constitue un indicateur susceptible de déclencher une convocation du dirigeant de l'entreprise par le juge chargé de la prévention des difficultés des entreprises. Si une société commerciale n'a pas déposé ses comptes dans le mois de la mise en demeure qui lui a été adressée, tout intéressé peut demander au président du tribunal de commerce, statuant en référé, de désigner un mandataire chargé d'accomplir cette formalité. L'état de nécessité n'est pas reconnu par la Cour de cassation pour justifier l'absence de publicité des comptes. La Chambre criminelle de la Cour de cassation, dans un arrêt du 1^{er} juin 2005, considère que l'état de nécessité prévu à l'article 122-7 du Code pénal qui exonère de sa responsabilité pénale « la personne qui, face à un danger actuel ou imminent qui menace elle-même, autrui ou un bien, accomplit un acte nécessaire à la sauvegarde de la personne ou du bien, sauf s'il y a disproportion entre les moyens employés et la gravité de la menace » ne s'applique pas face à un danger simplement éventuel. En effet, une gérante de SARL exploitant un fonds de commerce de bijouterie a invoqué pour justifier l'absence de publicité des comptes, les neuf vols qu'elle avait subis¹²¹. Les malfaiteurs choisissaient, selon elle, leurs victimes en fonction des chiffres publiés au greffe. La Chambre criminelle de la Cour de cassation a sanctionné la cour d'appel qui avait admis cet argument¹²².

Dans le cadre d'une réponse ministérielle, il est précisé qu'aucune dérogation n'est admise ; une société ne peut faire valoir qu'elle fait partie d'un groupe de sociétés pour éviter de publier ses comptes. « Si chaque société du groupe est indépendante, elle dépose directement à ce titre, ses comptes auprès du greffe. En revanche, si le groupe est composé de plusieurs établissements dont les éléments comptables sont transmis au siège de l'entreprise, ce dernier procède au dépôt des comptes communs »¹²³.

Sur le plan pénal, les gérants de sociétés en commandite par actions, les présidents, administrateurs, directeurs généraux, directeurs généraux délégués et membres du directoire de sociétés anonymes qui n'auraient pas, pour chaque exercice, dressé un inventaire et établi des comptes annuels ainsi qu'un rapport de gestion s'exposeraient à une amende de 9000 euros¹²⁴. L'article L. 247-1, I-3° énonce que sont passibles d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 9000 euros, les présidents, les administrateurs, les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire qui n'auront pas annexé au bilan le tableau sur la situation des filiales et participations.

¹²¹ D'après N. Stolyow, *op. cit.*, p. 528

¹²² Cass. crim., 1^{er} juin 2005, n° 05-80.351 : Juris-Data n° 2005-028908 ; JCP G 2005, IV, 2632, Panorama de jurisprudence

¹²³ Rép. Min. Couve : JOAN, Q, 23 mai 1994, p. 2621

¹²⁴ cf. : art L. 241-4 ; L. 242-8 ; L. 242-30, al.1 ; L. 243-1 ; L. 244-1 ; L. 248-1 du Code de commerce

Concernant la publication des comptes prévisionnels, aucune sanction pénale n'est prévue à l'encontre des dirigeants sociaux qui ne respecteraient pas les dispositions légales relatives aux documents de gestion prévisionnelle. Cependant leur responsabilité civile pourra être engagée dans les conditions du droit commun. L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 18 novembre 1997 a jugé que le défaut de communication ou la communication tardive de ces documents au comité d'entreprise constituait un délit d'entrave¹²⁵.

« La Chambre commerciale de la Cour de cassation, dans un arrêt du 22 novembre 2005¹²⁶, précise que l'exactitude et la sincérité des informations diffusées dans le public par les sociétés cotées s'imposent non seulement pour les résultats comptables et financiers écoulés, mais aussi pour les prévisions de ces résultats (...). Le caractère manifestement tardif de l'information relative aux résultats négatifs de la société a été sanctionné en tant que manquement à l'obligation de sincérité de l'information »¹²⁷.

La publication des comptes consolidés fait l'objet d'une surveillance spécifique ; l'article 212-36 du Règlement général de l'AMF impose aux sociétés, autres que celles bénéficiant de la garantie de l'Etat, dont les titres de créance sont admis aux négociations sur un marché réglementé, de publier des extraits substantiels de leurs comptes annuels et consolidés au BALO ou par tout autre moyen admis par elle, dans les six mois de la clôture de leur exercice.

Le non respect des obligations de diffusions des informations périodiques expose les présidents, les administrateurs, les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués ou les gérants de sociétés concernées par ces dispositions à une amende de 1 500 euros (C. pen. art 131-13 sur renvoi de l'art. R. 247-1).

Le défaut d'établissement ou de communication des comptes consolidés est susceptible d'entraîner de lourdes sanctions et des conséquences négatives :

1. L'article L. 247-1-II du Code de commerce dispose que seront punis d'une amende de 9 000 euros les membres du directoire, c'est à dire du conseil d'administration, tenus d'établir des comptes consolidés, qui ne les auront pas établis ou adressés aux actionnaires ou associés. Le tribunal pourra, en outre, ordonner l'insertion du jugement, aux frais des personnes condamnées, dans un ou plusieurs journaux ;
2. L'article L. 225-121 du Code de commerce prévoit la nullité des délibérations de l'assemblée générale. Cette sanction demeure de loin la plus contraignante et pénalisante ;
3. Le délit d'entrave au fonctionnement du comité d'entreprise et du comité de groupe peut être retenu au motif de non-communication de documents obligatoirement transmis aux actionnaires (art. L. 432-4 et L. 439-1 du Code du travail).

B. Sanctions relatives à la diffusion de l'information permanente

« Les dirigeants des émetteurs sont soumis aux dispositions du Règlement général de l'AMF relatives à l'information périodique et permanente et à sa diffusion (Règl. Gen. AMF art.

¹²⁵ Cass. crim. 18-11-1997 : RJDA 2/98 n° 180

¹²⁶ Cass. com., 22 nov. 2005, *SA Euro marketing c/M. Pfeiffer*: *Juris-Data* n° 030927.

¹²⁷ M. Storck, Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers, *Etudes offertes au Doyen P. Simler, Litec*, Dalloz, novembre 2006, pp. 522-523

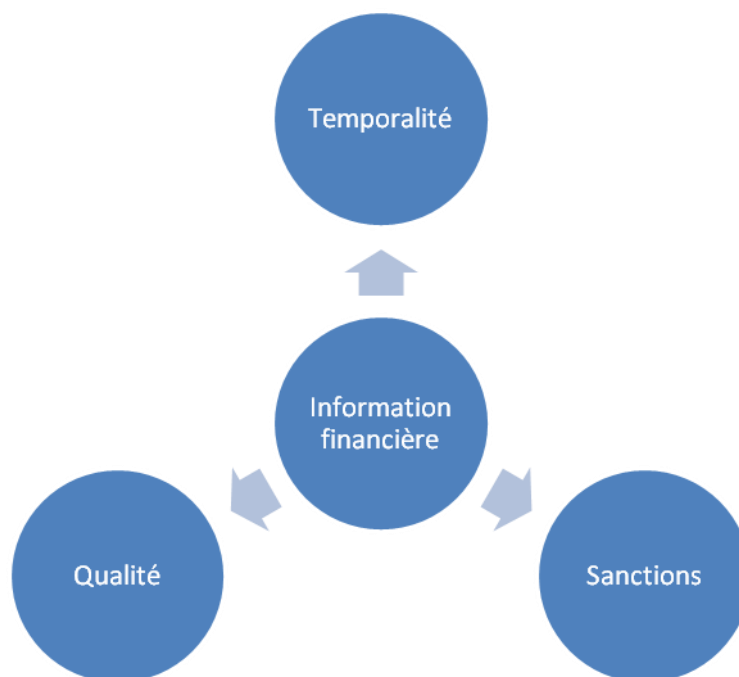
221-1, dernier al.) et donc responsables de cette information. En cas de manquement à leurs obligations, ils s'exposent à être sanctionnés par la commission des sanctions de l'AMF »¹²⁸.

L'article L. 621-15 du Code monétaire et financier dispose qu'en cas de défaillance des émetteurs, personnes physiques placées sous l'autorité de professionnels de marché préparant une opération financière et personnes ayant fait une déclaration d'intention dans leur obligation d'information, l'AMF peut leur infliger une sanction pécuniaire. L'article L. 421-4 II énonce par ailleurs que l'AMF peut aussi requérir la suspension des cotations.

Il est possible d'en tirer comme conclusion que peuvent être sanctionnées par l'AMF les véritables manipulations de marché mais également tout manquement en matière d'information permanente conformément aux obligations d'information du public reprises par le Règlement général de l'AMF, étant donné que les dispositions visées à l'article 222-1 s'appliquent à l'ensemble des émetteurs et des instruments financiers mentionnés par l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

Schéma n° 2 :

Synthèse : Le positionnement de l'information financière



III- Le contrôle de l'information financière par les assemblées d'actionnaires

La démocratie actionnariale se matérialise par le contrôle de l'action des dirigeants au moyen, d'une part, de l'exercice des « droits politiques » dont sont pourvus les actionnaires (A) et d'autre part, grâce aux procédures de mise en cause de la responsabilité des dirigeants (B).

¹²⁸ Anne Charvériat, Alain Couret, Bruno Zabala, *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Droit des affaires, Sociétés commerciales*, Editions Francis Lefebvre, 1^{er} septembre 2008, p. 1314

A. Le contrôle des dirigeants par l'exercice des droits politiques des actionnaires

Les réunions des assemblées des actionnaires constituent le lieu privilégié d'exercice des droits politiques des actionnaires. L'article L. 225-103 du Code de commerce dispose que le pouvoir de convocation aux assemblées appartient, soit au conseil d'administration, soit au directoire ou au conseil de surveillance. En cas de défaillance des organes cités, l'assemblée peut-être également convoquée par les commissaires aux comptes, les liquidateurs, un mandataire ad hoc, désigné en justice, à la demande, soit de tout intéressé en cas d'urgence, soit d'un ou plusieurs actionnaires réunissant au moins 5% du capital social, ou dans les sociétés cotées, d'une association d'actionnaire. Le mandataire *ad hoc* peut être désigné également par le comité d'entreprise (art. L. 432-6-1-I du code travail). En cas de changement de majorité consécutive à une OPA, une OPE ou une cession de bloc de contrôle, les nouveaux majoritaires peuvent eux-mêmes procéder à la convocation¹²⁹.

Les articles L. 228-30 du Code de commerce et 1844, al 1^{er} du Code civil énoncent que l'assemblée est ouverte à tout actionnaire ou titulaire du droit de vote, il importe cependant d'opérer une distinction entre les titulaires d'actions nominatives et les titulaires d'actions au porteur qui doivent produire un certificat délivré par l'intermédiaire teneur de leur compte.

Les actionnaires peuvent exercer leur vigilance en participant physiquement et directement au vote de l'assemblée ou en utilisant l'une des trois modalités prévues à cet effet. Premièrement, les actionnaires peuvent se faire représenter en donnant mandat exclusivement à un autre actionnaire ou à leur conjoint (C. com, art L. 225-106), deuxièmement, ils peuvent utiliser le procédé de vote par correspondance permettant à propos de chaque résolution d'émettre un vote favorable, défavorable ou de s'abstenir (C. com, art L. 225-107-I et D. 23 mars 1967, art 131-1 et s.), troisièmement, si les statuts le prévoient, les actionnaires peuvent participer par visioconférence ou par d'autres moyens de télécommunication (C. com, art L. 225-107-II).

L'article L. 225-122 du code de commerce énonce que le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et que chaque action donne droit à une voix au moins. Cependant, cette règle souffre de deux exceptions : d'une part, un droit de vote double peut être attribué par les statuts aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire (C. com, art L. 225-123), d'autre part les statuts peuvent instaurer une limitation du nombre de voix dont chaque actionnaire peut disposer dans les assemblées, sous la seule condition que cette restriction soit imposée à toutes les actions, sans distinction de catégorie (C. com, art. L. 225-125).

L'accès à l'information constitue le cadre de référence de l'exercice effectif de la vigilance pour les actionnaires. Les actionnaires disposent d'informations périodiques et occasionnelles. L'information périodique se subdivise en information préalable, information au cours de l'assemblée et en information permanente.

L'information préalable repose sur quatre séries de données communicationnelles. Premièrement, les actionnaires qui en font la demande doivent recevoir un formulaire de vote par correspondance intégrant en annexe le texte des résolutions proposées accompagné d'un exposé sommaire de la situation de la société (D. 23 mars 1967, art 131-2). Deuxièmement, ils

¹²⁹ B. Petit, *Droit des sociétés*, Litec, 1^{er} trimestre 2002, p. 186

doivent recevoir avec l'envoi d'un formulaire de procuration, une information détaillée sur l'usage qui sera fait d'un pouvoir donné, le texte des projets de résolution, un exposé sommaire de la situation de la société et une formule d'envoi d'informations complémentaires (D. 23 mars 1967, art 133). Troisièmement, ceux qui en font la demande doivent recevoir cinq jours au moins avant la réunion de l'assemblée les documents mentionnés précédemment auxquels il convient d'ajouter les comptes annuels, un tableau des résultats de la société au cours des cinq derniers exercices, le rapport de gestion, les rapports des commissaires aux comptes, ainsi que des renseignements relatifs aux dirigeants en place et le cas échéant, aux candidats à des fonctions de directions (D. 23 mars 1967, art 133). Quatrièmement, ceux qui se rendent au siège social, dans les quinze jours précédant l'assemblée, peuvent obtenir communication sur place des documents précédents, de la liste des actionnaires (C. com., art L. 225-116 et D. 23 mars 1967, art 140) mais aussi des documents énumérés par l'article L. 225-115 du code de commerce, à savoir, l'inventaire, la liste des administrateurs ou des membres du directoire et du conseil de surveillance, les rapports du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et du directoire, le montant global, certifié exact par les commissaires aux comptes, des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées, la liste des actions nominatives, des opérations de parrainage et de mécénat. En cas de refus, l'actionnaire peut recourir à la procédure d'injonction de l'article L. 238-1 du Code de commerce.

L'article L. 225-100, alinéa 2 du Code de commerce dispose qu'au cours de l'assemblée le conseil d'administration ou le directoire présentera à l'assemblée les comptes annuels et, le cas échéant, les comptes consolidés. L'actionnaire reçoit une information relative à l'ensemble des comptes sociaux, complétée d'une part, par la présentation du rapport de gestion établi par le conseil d'administration ou le directoire, incluant le montant de la rémunération des dirigeants, et d'autre part, par le rapport général et les rapports spéciaux des commissaires aux comptes.

L'information permanente est inhérente à celle que tout actionnaire peut obtenir au siège de la société. Il s'agit d'une part, d'une information relative aux trois derniers exercices expirés à l'exception de l'exercice en cours (C. com., art L. 225-115) et d'autre part, des procès verbaux et autres feuilles de présence des assemblées tenues au cours de cette période (C. com., art L. 225-117 et D. 23 mars 1967, art 142). L'article L. 238-1 dispose qu'en cas de difficulté d'obtention de ces documents, leur communication peut être ordonnée en justice.

Le droit à l'information occasionnelle est exercé lors de situations exceptionnelles ou de crises. L'article L. 225-32 du Code de commerce énonce que un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5% du capital social ou une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 peuvent, deux fois par exercice, poser par écrit des questions au président du conseil d'administration ou au directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. La réponse, devant intervenir dans le délai d'un mois, doit être communiquée aux commissaires aux comptes. Les actionnaires peuvent alors lancer la procédure d'alerte en saisissant le juge des référés aux fins de nommer un expert de gestion.

Les actionnaires disposent de prérogatives spécifiques lors de la tenue des assemblées générales ordinaires, extraordinaires et mixtes.

L'article L. 228-98, al 1 du Code de commerce décide que l'assemblée ordinaire prend toutes les décisions qui ne relèvent pas de l'assemblée extraordinaire, c'est-à-dire toutes celles qui

ne conduisent pas à une modification des statuts. L'exercice de la vigilance se concrétise par la possibilité de statuer sur l'approbation annuelle des comptes de l'exercice écoulé, la nomination ou le remplacement des membres des organes d'administration, de contrôle ou de surveillance de la société, les décisions à prendre concernant les conventions conclues entre la société et l'un de ses dirigeants, le transfert du siège social dans le même département ou l'un des départements limitrophes.

Les actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire peuvent, aux termes de l'article L. 225-96, al 1, modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, forme, objet ou durée, à l'exception de l'augmentation de l'engagement des associés nécessitant l'unanimité. Par conséquent, les actionnaires peuvent proroger la durée de la société, décider de la dissolution anticipée de la société, augmenter ou réduire le capital.

L'article L. 225-99 du Code de commerce dispose que les assemblées spéciales doivent réunir les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée afin de pouvoir envisager une modification éventuelle de leurs droits.

Les actionnaires contrôlent essentiellement l'action des dirigeants par le vote qu'ils émettent dans les différentes assemblées. L'exercice de la vigilance des actionnaires passe par l'accès à l'information financière, comptable, juridique et sociale. Le cas échéant, les actionnaires représentant plus de 5% du capital social peuvent utiliser leur droit d'alerte si la continuité de l'exploitation est menacée.

L'exercice de la vigilance des actionnaires s'exerce plus spécifiquement sur la nature des informations relative à la rémunération des mandataires sociaux. L'AMF constate que la lisibilité et l'accessibilité de l'information sur les rémunérations des dirigeants appellent une remise à plat des textes législatifs.

Encadré n° 9 : Informations relatives aux rémunérations des dirigeants sociaux

Dans la mesure où les éléments de rémunération des dirigeants sont définis et mis en œuvre :

- par de multiples sources (superposition de textes légaux notamment) ;
- aux périmètres parfois différents ;
- aux supports de communication multiples (rapport de gestion, rapport du président sur la gouvernance et le contrôle interne, annexes aux comptes, etc.) ;
- et complétés par des recommandations formulées par le régulateur (recommandations pour les documents de référence, recommandations pour le rapport du président sur la gouvernance et recommandations comptables) ainsi que par les associations professionnelles (AFEP, ANSA, MEDEF, AFG, etc.) et d'autres organismes spécialisés (IFA) ;

Une simplification du dispositif existant apparaît aujourd'hui nécessaire afin d'assurer une application homogène du principe de transparence des rémunérations.

Plus précisément, l'AMF recommande que les sociétés :

- indiquent clairement si elles appliquent l'ensemble des recommandations AFEP/MEDEF d'octobre 2008 et dans le cas où elles s'y réfèrent sans les respecter en totalité expliquent avec précision sur quels points elles ont décidé de déroger à ces recommandations ;
- mentionnent précisément les parts fixes et variables de la rémunération et l'existence ou non d'avantages en nature ;
- précisent si le montant des rémunérations versées se calcule sur une base nette ou brute ;

- présentent un tableau faisant dûment ressortir, pour chaque mandataire social, sa rémunération fixe, sa rémunération variable, ses jetons de présence et ses avantages en nature, ainsi qu'une comparaison des rémunérations versées sur plusieurs exercices ;
- délivrent une information explicite quant aux critères en application desquels la rémunération variable des dirigeants a été déterminée ;
- décrivent de manière claire et satisfaisante les modalités des engagements consentis individuellement à un ou plusieurs mandataires sociaux, s'agissant en particulier, des rémunérations différées ;
- veillent à la cohérence de l'information donnée dans le corps de leur document de référence ou de leur rapport de gestion et celle figurant dans les conventions réglementées ou les projets de résolution d'assemblée ;
- veillent à ce que les investisseurs soient informés de toutes les dispositions figurant dans le contrat de travail pouvant avoir une incidence sur la rémunération des dirigeants.

Source : Rapport AMF 2008 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne 27 novembre 2008 p.44

B. Mise en perspective de la responsabilité des dirigeants

La mise en jeu de la responsabilité des dirigeants s'inscrit comme une prérogative essentielle des actionnaires. Ce droit, confirmé par les lois NRE et de sécurité financière, n'est cependant pas uniforme. Il convient de différencier la structure de l'actionnariat qui est la caractéristique du développement du capitalisme moderne¹³⁰. Si les investisseurs, professionnels de la gestion de capitaux, doivent bénéficier d'une amélioration substantielle de l'information au travers de la réglementation de l'exercice des droits de vote de la part des gérants de capitaux, les petits actionnaires doivent pouvoir ester en justice plus facilement. Les associations de petits actionnaires agréées ont vocation à permettre à leurs adhérents de défendre leurs droits.

La protection des actionnaires minoritaires est assurée par le regroupement des petits porteurs d'actions d'une société au sein d'associations destinées à représenter leurs intérêts dans la société (art L. 225-120 C.com). Ces associations qui doivent justifier de six mois d'existence et d'au moins deux cents membres cotisant individuellement sont habilitées à exercer les mêmes droits que les actionnaires minoritaires qui disposent d'au moins 5% du capital social. L'article L. 452-1 du code monétaire et financier énonce que les associations régulièrement déclarées, ayant pour objet statutaire explicite la défense des investisseurs en valeurs mobilières ou en produits financiers, peuvent agir en justice devant toutes les juridictions, même par voie de constitution de partie civile, relativement aux faits portant préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux. (Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003).

C'est le jeu du travail parlementaire qui devait permettre aux actionnaires individuels de demander en justice la réparation du préjudice personnel subi en cas de faute de gestion. La commission des lois de l'Assemblée nationale avait en effet adopté un amendement tendant à modifier la rédaction de l'article L. 225-252 du code de commerce¹³¹ : « Outre l'action en

¹³⁰ A. Couret, Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés, *La semaine juridique*, Editions du juris classeur, n°37, 11 septembre 2003, pp. 1422-1434

¹³¹ Rapport Houillon, n° 772, Ass. Nat. Avril 2003, p. 111 et s.

réparation du préjudice *propre* subi personnellement, distinct du préjudice social, les actionnaires... ». Sur un plan doctrinal, l'intérêt de cet amendement devait permettre d'indemniser d'éventuels dommages collatéraux causés à l'actionnaire individuel par la faute de gestion. Cette disposition fut rejetée par le Sénat. Ce mécanisme de « *class action* » n'a pas bénéficié du « soutien » des magistrats. La jurisprudence refuse de voir « dans la dépréciation des actions un préjudice distinct du préjudice social »¹³². A la lecture de l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 novembre 2004, il convient de rappeler que « toutes les associations régies par la loi du 1^{er} juillet 1901 peuvent agir en justice dès lors qu'elles justifient d'un préjudice collectif, direct et personnel, distinct des dommages propres à chacun des associés. Les préjudices de masse et les préjudices collatéraux ne sont pas recevables au regard du nouveau code de procédure civile en France »¹³³.

L'action en représentation conjointe des actionnaires et investisseurs se heurte à trois inconvénients¹³⁴.

« Premièrement, elle ne peut être intentée que par une association qui ne peut agir en justice qu'aux noms et pour le compte des personnes qui lui ont donné un mandat. Deuxièmement, l'action conjointe vise seulement à réparer la somme des préjudices individuels de personnes ayant donné mandat à l'association, et non à réparer le préjudice collectif causé aux investisseurs. Troisièmement, en cas d'échec du procès, les investisseurs sont déchus de leur droit d'exercer individuellement une action en justice. Il est considéré qu'ils l'ont déjà exercée par le truchement de l'association agréée »¹³⁵.

En résumé, l'action individuelle menée par un actionnaire n'est envisageable que si le préjudice subi a été causé par un administrateur ou le directeur général et non la société elle-même (art L. 225-251 C. com). De plus, le préjudice doit être personnel et indépendant de celui qui a pu être subi par la société. « L'action individuelle intentée par un actionnaire contre un PDG de la société qui avait procédé au « coup d'accordéon », c'est-à-dire à une réduction de capital suivie d'une augmentation de capital, ne peut être accueillie faute de rapporter la preuve d'un préjudice personnel. Le dommage subi par le demandeur n'étant que le corollaire de celui supporté par la société en raison de la faute de gestion commise par le président »¹³⁶.

L'action sociale, dite *ut singuli*, peut permettre aux actionnaires agissant collectivement ou individuellement d'espérer que les dommages et intérêts accordés à la société entraîneront une légère hausse de la valeur des actions qu'ils détiennent.

La recherche du mode de responsabilité des dirigeants doit se matérialiser par le droit d'agir en justice pour les actionnaires et par l'exercice du vote en assemblée pour les investisseurs, lorsque ceux-ci sont des professionnels.

La place effective du gouvernement d'entreprise demeure déterminante dans le processus de mise en œuvre de l'exercice de la vigilance et de l'alerte. Ce qui conduit à un débat passionnel sur le gouvernement d'entreprise qualifié de « doctrine ayant pour objectif de rechercher les

¹³² A. Couret, *op. cit.*, p. 1428

¹³³ Ibid

¹³⁴ M. Lipskier, Les entreprises peuvent-elles profiter de l'introduction des *class actions* en droit français ?, *La semaine juridique*, Editions du juris classeur, n°18-19, 5 mai 2005, p. 752

¹³⁵ D'après les éléments fournis par M. Lipskier

¹³⁶ D'après P. Merle, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, Droit Privé, octobre 2001, p. 441

meilleurs moyens de parvenir à ce que les sociétés anonymes soient gérées dans l'intérêt commun de tous les actionnaires et non dans celui des majoritaires ou des dirigeants»¹³⁷.

Ainsi, « aux Etats-Unis, la *securities class action* est la procédure la plus souvent utilisée pour mettre en jeu la responsabilité civile des émetteurs en matière d'information boursière. Mais si la *class action* américaine est reconnue pour son efficacité, elle n'est pas, loin sans faut, la référence pour les pays d'Europe (...) En définitive, la communication devient pour les sociétés émettrices un exercice de plus en plus périlleux. Leur responsabilité risque d'être retenue plus fréquemment, ce risque obligeant à observer une plus grande discipline et à renforcer la transparence des marchés. La reconnaissance d'un préjudice propre aux investisseurs, couplée avec une action de groupe débarrassée de son spectre américain y contribuerait fortement. L'enjeu pratique d'une telle reconnaissance n'est pas mince, puisqu'il touche à la confiance que les investisseurs peuvent accorder aux marchés financiers français »¹³⁸.

IV- Le contrôle de l'information diffusée dans les assemblées générales par les commissaires aux comptes

L'article L. 823-10 du Code de commerce énonce que : « Les commissaires aux comptes ont pour mission permanente, à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion, de vérifier les valeurs et les documents comptables de la personne ou de l'entité dont ils sont chargés de certifier les comptes et de contrôler la conformité de sa comptabilité aux règles en vigueur.

Ils vérifient également la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion du conseil d'administration, du directoire ou de tout organe de direction, et dans les documents adressés aux actionnaires ou associés sur la situation financière et les comptes annuels.

Ils vérifient, le cas échéant, la sincérité et la concordance avec les comptes consolidés des informations données dans le rapport sur la gestion du groupe ».

« Le commissaire aux comptes exprime son opinion dans un rapport adressé aux actionnaires. Si la réponse aux questions précitées est affirmative, il certifie la régularité, la sincérité et la « fidélité » des comptes sociaux ; sinon il exprime des réserves, voire refuse purement et simplement de certifier. Dans tous les cas, l'assemblée demeure libre d'approuver ou non les comptes »¹³⁹.

Les commissaires aux comptes doivent renseigner les actionnaires en établissant différents rapports. Dans le cadre de l'assemblée générale ordinaire, ils doivent établir un rapport général, un rapport spécial et, le cas échéant, un rapport sur le contrôle interne. Ils doivent faire à ce titre une véritable analyse critique et distanciée de la situation de l'entreprise telle qu'elle apparaît au travers de la comptabilité.

L'article L. 225-100, al. 8 du Code de commerce énonce qu'ils relatent dans ce rapport l'accomplissement de leur mission¹⁴⁰. Mais surtout, l'article R.823-7 du même code dispose qu'ils doivent rendre compte des vérifications imposées par la loi en certifiant que les comptes de l'exercice et les comptes consolidés sont réguliers et sincères et qu'ils donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la personne ou de l'entité et de l'ensemble des entreprises comprises dans

¹³⁷ Y. Guyon, Faut-il introduire en France la théorie de la « *corporate governance* » ?, *Petites affiches*, 7 mai 1997, p. 28

¹³⁸ V. Magnier, op. cit, pp. 562-563

¹³⁹ M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, Droit des sociétés, Manuel 20^e édition, Litec, juillet 2007, p. 356

¹⁴⁰ Article L. 225-100, modifié par [Ordonnance n°2005-1126 du 8 septembre 2005 - art. 22 \(V\) JORF 9/09/2005](#)

la consolidation à la fin de l'exercice. Ils peuvent formuler, s'il y a lieu, toutes observations utiles (§1), assortir la certification de réserves (§2), refuser la certification des comptes (§3), faire état de leurs observations sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion de l'exercice et dans les documents adressés aux actionnaires sur la situation financière de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation ainsi que sur les comptes annuels et les comptes consolidés (§4). Ils doivent enfin préciser les motifs de leurs réserves ou de leur refus.

Dans le cadre de la décision Marionnaud du 5 juillet 2007¹⁴¹, l'AMF apporte une précision sur la question de l'imputabilité de la fausse information aux commissaires aux comptes. L'AMF conditionne l'imputabilité du manquement à l'obligation d'information à la nécessité de démontrer que les commissaires aux comptes mis en cause « disposaient effectivement des moyens et de la possibilité de déceler par leur seule initiative – dans le simple cadre des revues croisées des dossiers d'audit, dont l'article 14 du code de déontologie professionnelle prévoit expressément qu'une telle revue n'implique pas de duplication des travaux – les irrégularités affectant les comptes de la société sur lesquelles leur attention n'avait pas été appelée par les travaux des autres commissaires aux comptes »¹⁴². En conclusion, « la commission des sanctions de l'AMF a ainsi clairement affirmé que le simple fait d'avoir certifié les comptes ne suffit pas à imputer aux contrôleurs légaux des comptes le manquement à la bonne information du public »¹⁴³.

Les commissaires aux comptes doivent présenter un rapport spécial sur les conventions conclues directement ou indirectement entre la société et l'un de ses dirigeants, les membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, ou les actionnaires disposant de plus de 10 % des droits de vote (art R. 225-31).

Le rapport sur le contrôle interne est établi lorsque la société fait appel public à l'épargne. Les commissaires doivent présenter, dans ce rapport joint au rapport général, leurs observations sur le rapport établi par le président du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière (art. L. 225-235)¹⁴⁴.

Dans le cadre de l'assemblée générale extraordinaire, le cabinet Francis Lefebvre souligne que « pour les nombreuses opérations financières (augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, réduction du capital, etc.), un rapport des commissaires aux comptes est exigé »¹⁴⁵. Il précise que « la loi n'oblige pas les commissaires aux comptes à assister aux assemblées et à donner personnellement lecture de leurs rapports. Cependant, leur absence serait fautive et pourrait justifier, le cas échéant, leur révocation si elle avait pour conséquence de priver les actionnaires des compléments d'information indispensables pour qu'ils puissent avoir une vue exacte de la situation de la société »¹⁴⁶.

¹⁴¹ Déc. commissions des sanctions, AMF, 5 juill. 2007 à l'égard des sociétés Marionnaud Parfumeries, KPMG SA, Cofirec et de MM. M. et G. Frydman ainsi que de MM. Y. Gouhir et C. Caro.

¹⁴² Ibid

¹⁴³ M. Galland, B. Dondero, Chronique de droit des marchés financiers, *La semaine juridique – Edition Entreprise et affaires*, n° 11, 13 mars 2008, p. 18

¹⁴⁴ Mémento pratique Francis Lefebvre, *Sociétés Commerciales 2005*, octobre 2008, p. 849

¹⁴⁵ Ibid, p. 850

¹⁴⁶ Ibid,

V- La mise en œuvre du contrôle interne comme déterminant de la transparence de l'information financière

Afin de conquérir, puis de conserver la confiance de partenaires internes et externes, rendre compte de ses activités est devenu essentiel. La mise en œuvre du contrôle interne s'inscrit dans cette logique.

L'exercice effectif de la vigilance au sein des sociétés de capitaux se concrétise par la mise en œuvre de procédures de contrôle interne (A), instrument essentiel du gouvernement d'entreprise (B). La qualité des procédures mises en œuvre est validée par un rapport des commissaires aux comptes (C).

A- Les cadres juridiques de mise en œuvre des procédures de contrôle interne

La loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 introduit de nouvelles obligations de communication relatives au contrôle interne pour toutes les sociétés anonymes et pour les sociétés faisant appel public à l'épargne et à la gouvernance.

Depuis la transposition de la directive transparence intervenue en janvier 2007, le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, déposé auprès de l'AMF, doit être mis en ligne sur leur site internet, au même titre que l'ensemble de l'information réglementée définie au 2° de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF. Les sociétés doivent en outre diffuser un communiqué annonçant la mise à disposition du rapport¹⁴⁷. Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne fait partie des informations réglementées régies par l'article 221-1 du règlement général de l'AMF.

L'article 117 de la LSF dispose que le président du conseil d'administration ou de surveillance rend compte à l'assemblée générale, dans un rapport joint au rapport de gestion, des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société (art L. 225-37 et L. 225-68 C. com). Le rapport du président du conseil d'administration doit, en outre, indiquer les restrictions que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général (art L. 225-37 C. com).

L'obligation d'établir un rapport à l'attention de l'assemblée générale s'impose à toutes les sociétés anonymes cotées et aux sociétés faisant appel public à l'épargne, tant à titre individuel qu'en qualité de société de tête d'un groupe consolidé. Les articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce visent les sociétés anonymes en tête de groupe, et non les sociétés qu'elles contrôlent.

L'article 122 de la LSF dispose également que les personnes morales faisant appel public à l'épargne rendent publiques les informations relevant des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil et des procédures de contrôle interne dans les conditions fixées par l'Autorité des marchés financiers.

L'article L. 225-235 du code de commerce énonce que les commissaires aux comptes présenteront dans un rapport joint au rapport général sur les comptes annuels ou au rapport sur

¹⁴⁷ D'après AMF, *Rapport 2007 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne*, 24 janvier 2008, p. 7

les comptes consolidés, leurs observations sur celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Les articles 117 et 122 de la LSF n'apportent de définition ni du contrôle interne ni des procédures de contrôle interne, alors que la *Sarbanes-Oxley Act* fait explicitement référence à la définition du *Committee of sponsoring organisation* (COSO). Ce comité, issu de la commission Treadway, groupe de réflexion constitué aux Etats-Unis en 1985, a développé un référentiel méthodologique du contrôle interne dénommé « le COSO » qui a été édité en France en 1992 sous le titre « La pratique du contrôle interne »¹⁴⁸. Dans leurs rapports 2003, les entreprises ont majoritairement repris la définition proposée par le rapport du COSO, à l'exception des établissements financiers qui ont fait référence au règlement de la commission bancaire 97-02.

Selon le rapport du COSO, le contrôle interne est un processus mis en œuvre par le conseil d'administration, les dirigeants et le personnel de l'entreprise, pour fournir une assurance raisonnable quant à la réalisation des trois objectifs suivants : la réalisation et l'optimisation des opérations, la fiabilité des opérations financières et la conformité aux lois et règlements. Chaque objectif demeure structuré autour de cinq composantes, l'environnement de contrôle, l'évaluation des risques, les activités de contrôle, l'information et la communication et le pilotage du contrôle interne¹⁴⁹.

L'Institut de l'Audit Interne (IFACI) définit le contrôle interne comme « un processus mis en œuvre par les dirigeants et le personnel d'une organisation, à quelque niveau que ce soit, destiné à leur donner en permanence une assurance raisonnable sur le fait que : 1) les opérations sont réalisées, sécurisées, optimisées et permettent ainsi à l'organisation d'atteindre ses objectifs de base, de performance, de rentabilité, et de protection du patrimoine ; 2) les informations financières sont fiables ; 3) les lois, les réglementations et les directives de l'organisation sont respectées¹⁵⁰ ».

La LSF couvre le champ du contrôle interne, c'est-à-dire l'ensemble des politiques et procédures mises en œuvre dans l'entreprise, destinées à fournir une assurance raisonnable quant à la gestion rigoureuse et efficace des activités.

La LSF fait peser sur le président du conseil d'administration ou de surveillance une responsabilité spécifique relative à la rédaction et au contenu du rapport sur les procédures de contrôle interne mises en place dans l'entreprise. Néanmoins, la LSF ne prévoit pas de sanctions spécifiques ; cependant considérant que le rapport du président est joint au rapport du conseil d'administration ou de surveillance à l'assemblée, les tribunaux pourraient considérer qu'il fait partie de ce dernier et suit le même régime juridique. Cela aurait comme conséquence de sanctionner pénalement (D. 67 art. 16, 53, 293 al. 4 Code pénal art. 13-13) l'absence de rapport annuel, son défaut de communication ou de mise à disposition. Cette position diverge de celle adoptée par la commission des études juridiques de Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) qui fait observer que le défaut de dépôt de rapport n'est pas de nature à entraîner des sanctions pénales, dans la mesure où ce rapport n'est pas visé par l'article L. 232-23 du code de commerce et où il convient, en droit pénal de

¹⁴⁸ Le comité LSF/SOA constitué par PricewaterhouseCoopers et le cabinet d'avocats Landwell & Associés, Contrôle interne, au-delà des concepts, 40 questions aux praticiens, *Option Finance*, supplément n° 830, 18 avril 2005, p.14

¹⁴⁹ D'après Ibid,

¹⁵⁰ Cité par V. Medail, Le rapport du président du conseil sur les procédures de contrôle interne, *La semaine juridique, entreprise et affaires*, n°20-21, 13-20 mai 2004, p. 803

se limiter à une interprétation stricte des textes¹⁵¹. Toutefois, la loi impose au commissaire aux comptes de faire connaître ses observations sur le rapport du président, pour ce qui concerne les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information financière. Il lui appartient, à ce titre, de relever les éventuelles faiblesses du rapport, voire ses carences (art L. 235-225 C. com)¹⁵².

La CNCC, dans le cadre d'un avis technique provisoire du 27 janvier 2004, relève que le directeur général est responsable de l'établissement des procédures et des moyens mis en œuvre pour les faire fonctionner ou en contrôler l'application, et elle rappelle que, selon le garde des Sceaux, la direction générale est responsable du système de contrôle interne et rend des comptes sur l'adéquation et l'efficacité de ce système¹⁵³. Cela induirait pour les dirigeants la possibilité de faire l'objet d'une injonction sous astreinte de procéder au dépôt du rapport ou d'y faire procéder (art L. 123-5-1 et L. 238-1 C. com). De plus, la responsabilité civile du président pourrait être mise en jeu, si était démontrée une faute caractérisée dans la rédaction du rapport causant un préjudice certain ; en outre, la responsabilité pénale du président et des membres du conseil pourrait être également engagée sur le « terrain du délit de communication d'informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé »¹⁵⁴.

L'analyse des sources matérielles de la LSF, dans sa partie relative au contrôle interne, conduit à remarquer que le dispositif normatif vise à inciter « les entreprises françaises à s'engager dans une dynamique d'amélioration du contrôle interne et plus spécifiquement de gestion de leurs risques (cf. rapport du Sénat —« LSF un an après »). Elle cible le dispositif de contrôle interne dans son ensemble, pour toutes les Sociétés anonymes, et requiert du président qu'il rende compte aux actionnaires de ce dispositif d'ensemble »¹⁵⁵. La loi Sarbanes-Oxley cherche au contraire à apporter une réponse concrète aux préoccupations du marché quant à la fiabilité de l'information financière. La philosophie de ce dispositif de contrôle interne est centrée sur l'information et son contrôle pour les seules sociétés cotées.

Sur le plan technique, l'AMF sera amenée à exercer sa vigilance sur la qualité des informations qui auront été communiquées au marché par ces rapports, à renouveler ses recommandations, à inciter les entreprises à adopter l'approche la plus uniforme possible au niveau du marché, à se référer au standard des rapports Vienot 1 et 2, Bouton, à apporter toutes les informations nécessaires pour savoir comment elles les appliquent, à suivre les procédures de contrôle interne et à s'engager dans une analyse prospective¹⁵⁶. Selon la CNCC les sociétés cotées aux Etats-Unis se préparent à communiquer sur une évaluation de leur dispositif interne et il considère qu'à terme les entreprises publieront des informations évaluatives ou, pour le moins, davantage d'informations sur la maîtrise de leurs risques.

¹⁵¹ CNCC, bull. 133, mars 2004, pp 169 et 170

¹⁵² Rédaction Groupe Revue fiduciaire, Le rapport sur le contrôle interne, Guide d'élaboration, *La revue fiduciaire RF Comptable*, n° 316, avril 2005, p. 44

¹⁵³ CNCC, avis technique provisoire du 27 janvier 2004, bull 132, janvier 2004

¹⁵⁴ Le comité LSF/SOA constitué par PricewaterhouseCoopers et le cabinet d'avocats Landwell & Associés, Contrôle interne, au-delà des concepts, 40 questions aux praticiens, *op. cit.*, p. 10

¹⁵⁵ Ibid

¹⁵⁶ Interview réalisée dans le cadre de la journée Arrêté des comptes du 25 novembre 2004, organisée par les Echos et PricewaterhouseCoopers

Encadré n° 10 : Publication d'informations sur des marchés étrangers

L'AMF rappelle que toute société cotée sur un marché étranger et qui publie une information sur ce marché est tenue de publier simultanément une information équivalente à destination du marché français. Tel est notamment le cas des sociétés cotées aux États-Unis et qui appliquent de ce fait les dispositions de la loi Sarbanes-Oxley.

Source : Rapport AMF 2008 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne 27 novembre 2008, p.36

B- Le contrôle interne, instrument de vigilance du gouvernement d'entreprise

Le développement du concept managérial de « gouvernement d'entreprise » a conduit les institutions professionnelles à concevoir des modalités pratiques de l'exercice de la vigilance en matière d'information financière et à développer des instruments d'alerte anti-fraude. L'exercice quotidien de la vigilance dans la diffusion des informations comptables et financières concourt à l'adoption d'une culture de l'alerte, renforcée par la loi Sarbanes-Oxley.

1. Description des procédures de vigilance relatives à l'information financière

Le garde des Sceaux, dans le cadre d'une réponse à un député, rappelle « que l'objet du rapport sur le contrôle interne est bien de rendre compte de l'ensemble des procédures mises en place pour prévenir les risques résultant de l'activité de la société, de celles garantissant la fiabilité de l'information comptable et financière, mais aussi du respect des lois et de la réglementation ainsi que de la mise en sécurité des conditions de sa production ou de sa gestion »¹⁵⁷.

La CNCC et le MEDEF recommandent de structurer le rapport en se référant aux composantes de l'environnement du contrôle : l'évaluation des risques, les activités de contrôle, l'information et la communication et le pilotage.

Sur le plan « technico-normatif », l'élaboration du rapport doit se construire selon le MEDEF/AFEP¹⁵⁸ autour des objectifs de la société en matière de procédures de contrôle interne, d'une description synthétique des procédures de contrôle mises en place et d'une présentation des procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Le plan recommandé par la CNCC¹⁵⁹, en intégrant l'axe « appréciation de l'adéquation des procédures », entend insister sur le rôle critique du gouvernement d'entreprise et sur la détection d'éventuels risques de défaillances ou d'insuffisances.

La démarche visant à améliorer le contrôle interne doit être structurée autour de trois phases :

1. Une phase d'initialisation ou de cadrage, au cours de laquelle les objectifs du projet sont définis, le plus souvent en s'appuyant sur un pré-diagnostic du contrôle interne ;

¹⁵⁷ rép. Lenoir, JO 11 janvier 2005, Déb AN quest pp. 372 et 373

¹⁵⁸ D'après Le rapport sur le contrôle interne, Guide d'élaboration, *op. cit.*, p. 51

¹⁵⁹ Avis technique provisoire, bull. 132, janvier 2004, remplacé par l'avis publié au bull. 133, mars 2004, après l'avis du H3C

2. Un plan de mise en œuvre structuré autour des thèmes du gouvernement d'entreprise, de la maîtrise des opérations et de la conformité aux lois.
3. Une phase de stabilisation et de fonctionnement courant, qualifiée de phase critique destinée à pérenniser l'ensemble des travaux réalisés et à intégrer le contrôle interne dans les modes de fonctionnement de l'entreprise.

Il semble utile de remarquer la prédominance du contenu technique sur l'approche doctrinale du fonctionnement des institutions professionnelles comme l'AMF, la CNCC et le MEDEF. Les carences effectives d'un dispositif de vigilance résultent essentiellement d'une relative évanescence de la réflexion sur la nature matérielle des contraintes imposées à un dispositif, « le gouvernement d'entreprise ». Le caractère descriptif de ce dispositif se construit sur une réflexion liminaire des relations entre les organes de contrôle, les partenaires de l'entreprise, les enjeux juridiques de la responsabilité des dirigeants, les enjeux de communication, les attentes du marché, les attitudes des concurrents et les enjeux de la maîtrise des risques.

Néanmoins, le contrôle interne peut sortir renforcé par la mise en œuvre de l'alerte éthique.

2. L'alerte éthique, un instrument de lutte anti-fraude au service de l'institution « gouvernement d'entreprise »

Les affaires Enron et Worldcom ont conduit les Etats-Unis à mettre en œuvre des règles relatives au *whistleblowing* ou alerte éthique à la disposition des salariés, en se dotant de la loi Sarbanes-Oxley. Le *whistleblowing* se traduit par donner un coup de sifflet, tirer la sonnette d'alarme, dénoncer quelqu'un¹⁶⁰.

Dans le cadre particulier de la loi Sarbanes-Oxley, l'article 301-4 portant sur les plaintes dispose que « tout comité d'audit doit mettre en place les procédures relatives à :

-(A) la réception, la conservation et le traitement des plaintes reçues par l'émetteur en ce qui concerne les questions de comptabilité, de contrôles comptables internes ou d'audit ;

-(B) la transmission confidentielle et anonyme par les salariés de leurs préoccupations relatives à des problèmes de comptabilité ou d'audit douteux ».

Cette disposition s'applique aux sociétés américaines cotées à la bourse de New-York ainsi qu'à leurs filiales dans le monde entier depuis le 1^{er} juillet 2005. Elle a également vocation à s'appliquer aux sociétés étrangères cotées à la bourse de New-York à compter du 1^{er} juillet 2006¹⁶¹.

La loi Sarbanes-Oxley vise à prévenir de nouveaux scandales comptables et financiers en permettant aux détenteurs de l'information de déclencher des procédures d'alerte. En effet, la faillite a touché de grandes entreprises dont les comptes avaient été contrôlés et audités sans que soient relevées des comptabilités infidèles ou frauduleuses. Face à l'inefficacité de ces contrôles externes, il fallait donner au gouvernement d'entreprise le pouvoir de réagir en permettant aux salariés d'être au cœur des systèmes d'information de gestion. La solution retenue vise à protéger les salariés dénonciateurs, en garantissant l'anonymat des salariés qui dénoncent des pratiques comptables ou financières illégales.

Les règles internes prévoient des dispositifs d'alerte incluant la mise en œuvre d'un traitement informatique de données personnelles. Les Etats-Unis n'ont pas de dispositif législatif

¹⁶⁰ *To blow the whistle* donne naissance à *whistleblowing*. Le dictionnaire Collins-Robert propose « dévoiler le pot aux roses » ou mettre le holà comme traduction de *To blow the whistle*

¹⁶¹ D'après Lucien Flament et Philippe Thomas, *Le whistleblowing : à propos de la licéité des systèmes d'alerte éthique*, *La Semaine Juridique Sociale*, n° 17, 18 octobre 2005, pp. 15-19

spécifique, contrairement à l'Union européenne qui s'est dotée d'une directive¹⁶² unifiant le régime de protection des données personnelles au sein des Etats membres¹⁶³.

La SEC¹⁶⁴ s'est emparé de la loi Sarbanes-Oxley en étendant le code d'éthique au-delà du cercle des dirigeants financiers, en élargissant son objectif à tous les comportements indéliques ou déviants (*wrongdoing*) et en ajoutant à l'obligation de signalement tout manquement au code d'éthique. Cette « incitation généralisée à la délation »¹⁶⁵ a été reprise par le *US Department of Justice* qui a publié le 1^{er} novembre 2004, une nouvelle version des *US Federal Sentencing Guidelines* dont le chapitre 8 prévoit une atténuation des peines, en cas de crime ou délit commis par une personne morale, à condition que cette dernière ait établi un programme de bonne conduite et d'éthique, effectivement mis en œuvre au sein de l'entreprise.

Les dispositions inhérentes à l'article 301-4 de la loi Sarbanes-Oxley sont-elles directement applicables en droit du travail en France ?

L'article 7, al 1 de la loi 78-17 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, modifié par la loi n° 2004-806 du 6 août 2004 relative à la protection des personnes physiques à l'égard des traitements de données à caractère personnel, dispose qu'un traitement de données ne peut être mis en œuvre en principe qu'avec le consentement préalable de la personne concernée. L'article 32 de la loi n° 78-17, modifiée énonce que la personne concernée doit être informée, dès l'enregistrement des données, par le responsable, du traitement de son identité, de la finalité poursuivie, du caractère obligatoire ou facultatif des réponses qu'il fournit, des conséquences éventuelles d'un défaut de réponse de sa part, de l'identité du destinataire des données, des droits d'opposition, d'accès et de rectification(..) dont elle dispose et du transfert de données hors Union européenne.

Le manquement par l'entreprise « déclarante » à l'une quelconque de ces dispositions est sanctionné pénalement (C. pén. art. 226-16 à 226-24).

Il s'avère que les pouvoirs publics français ont, depuis plusieurs années, laissé les entreprises mettre en place des systèmes de dénonciation anonyme, au moyen le plus souvent de numéros verts. Cependant, ni le législateur ni le juge, à l'exception d'une décision de référé, n'ont répondu à cette question. La CNIL, dans le cadre des délibérations n° 2005-110 et 2005-111 du 26 mai 2005 relatives à une demande d'autorisation de McDonald's France pour la mise en œuvre d'un dispositif d'intégrité professionnelle et une demande d'autorisation de la compagnie européenne d'accumulateurs concernant la mise œuvre d'un dispositif de ligne éthique, a répondu à une déclaration qui lui a été faite en considérant certains systèmes comme contraires à la loi informatique et libertés¹⁶⁶. La CNIL, saisie d'une déclaration, a considéré qu'il s'agissait d'une demande d'autorisation en se fondant sur l'article 25 §4 de la loi du 6 janvier 1978. Elle reproche aux deux mécanismes d'alerte qui lui étaient soumis de

¹⁶² Dir. n° 95/46, 24 oct 1995, relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation des données.

¹⁶³ D'après M.-A. Lédieu, F. Saffroy, Des mérites comparés de la délation et du silence (à propos des délibérations de la CNIL du 26 mai 2005 sur la mise en œuvre de la loi Sarbanes-Oxley, *La semaine juridique, Entreprise et affaires*, n°44-45, 3 novembre 2005, pp. 1856-1861

¹⁶⁴ *Security of exchange comity* (SEC) : organe de régulation de la bourse de New-York, équivalent de l'AMF

¹⁶⁵ Ibid, p. 1857

¹⁶⁶ D'après L. Flament et Philippe Thomas, *op. cit.*, p. 16

porter sur des données personnelles collectées à l'insu de la personne concernée, le salarié incriminé en l'espèce¹⁶⁷.

La CNIL se positionne sur la défense de valeurs, considérant le dispositif comme « disproportionné au regard des objectifs poursuivis et des risques de dénonciation calomnieuse et de stigmatisation des employés objets d'une alerte éthique ». La CNIL relève que les dispositions légales existantes permettent de faire face aux carences relevées par le dispositif américain en soulignant les actions de sensibilisation par l'information et la formation des personnels, le rôle d'audit et d'alerte des commissaires aux comptes, les possibilités de saisine de l'inspection du travail ou des juridictions compétentes.

Les délibérations n° 2005-110 et 2005-111 du 26 mai 2005 de la CNIL semblent pouvoir être analysées comme une réserve à l'égard des dispositions de *whistleblowing* contenues dans La loi Sarbanes-Oxley. Néanmoins, elle est préoccupée par l'adéquation des principes qui fondent son action avec les principes de gouvernance d'entreprise et de transparence. C'est la raison pour laquelle un rapprochement entre les dispositions de la SEC et de la CNIL est envisageable. La CNIL se positionnerait sur la dépersonnalisation de la dénonciation ; la solution consisterait à demander aux salariés de dénoncer des faits et non des personnes ; sur la restriction du nombre des dénonciateurs, seuls les salariés concernés par les informations relatives aux malversations comptables et par l'implication des représentants du personnel seraient tenus de dénoncer.

La position de la CNIL semble cependant évolutive. Dans le cadre d'un document qu'elle a envoyé à différents experts¹⁶⁸, elle déclare ne pas avoir « d'opposition de principe » à ces dispositifs qui permettent aux salariés de prévenir la direction de leur entreprise des comportements fautifs imputables à leurs collègues de travail. La CNIL reconnaît la légalité des systèmes d'alerte, dès lors qu'ils ont « un caractère subsidiaire, un champ restreint et un usage facultatif », mais s'interroge toutefois sur les dispositifs « à portée générale indifférenciés ». Selon la CNIL, les catégories de personnes doivent être « précisément définies » et les dispositifs d'alerte doivent être circonscrits, par exemple aux domaines financiers et comptables des entreprises ou encore à la lutte contre la « corruption d'agents publics étrangers dans les transactions internationales ».

L'instauration d'un droit d'alerte pourrait aussi se construire *in fine* autour de la proposition l'ONG *Transparency International* qui préconise de solliciter l'intervention du législateur pour faciliter l'adoption, par les entreprises, de codes de conduite encourageant la dénonciation de pratiques frauduleuses.

C. Le rôle des commissaires aux comptes en matière d'organisation du contrôle interne

Le rôle et les missions des commissaires aux comptes sont précisés par la loi de sécurité financière et l'avis initial de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) du 23 mars 2003, confirmé par celui du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (H3C).

¹⁶⁷ D'après M.-A.Ledieu, F. Saffroy, *op. cit.*, p. 1567

¹⁶⁸ C. Safinia, La CNIL déclare de pas avoir « d'opposition de principe » sur la mise en place de dénonciation au sein des entreprises, *VIGIE-PLC.COM, Veille quotidienne comptable et juridique*, jeudi 3 novembre 2005. http://www.vigie-plc.com/cgi-bin/file_alert.pl?action=show;

L'article 120 de la LSF dispose que les commissaires aux comptes « présentent dans un rapport (...) leurs observations sur le rapport du président, pour celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière ».

Le commissaire aux comptes s'assure que les informations et, le cas échéant, les déclarations contenues dans le rapport du président sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière sont présentées de manière sincère.

L'avis technique de la CNCC précise que « le commissaire aux comptes met en œuvre les diligences lui permettant de s'assurer que les informations, et le cas échéant, les déclarations contenues dans le rapport du président sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, sont présentées de manière sincère. (...) Lorsque, à l'issue de ses travaux, il relève, dans le rapport du président, des informations ou des déclarations qui ne sont pas corroborées par ses propres constatations, il s'entretient avec celui-ci à l'effet d'obtenir, si possible et si les délais le permettent, les modifications ou compléments qu'il estime nécessaires »¹⁶⁹. La sincérité, qualité inhérente à l'éthique professionnelle conduit l'information comptable et financière délivrée sans biais et reflétant avec exactitude les données économiques et sociales à être pertinente sur le plan juridique.

Selon la CNCC, le commissaire aux comptes doit faire état de la cohérence de l'opinion qu'il émet sur les comptes individuels et consolidés avec les observations émises dans le cadre du rapport rédigé sur le propre rapport du président pour la partie inhérente aux procédures de contrôle interne. Il s'ensuit que la pertinence effective du rapport du commissaire aux comptes est liée, d'une part, aux informations données dans le rapport du président et, d'autre part, à la capacité de l'équipe dirigeante à apporter les éléments justificatifs et sincères des déclarations émises.

Concrètement, la CNCC, dans le cadre de son avis précité, préconise trois modèles de rapports relatifs aux observations éventuelles du commissaire aux comptes.

1. Le cas d'un rapport sans observations ;
2. Le cas de conclusion avec observations et mention du caractère manifestement incohérent d'autres informations ;
3. Le cas de la mention d'absence de rapport du président, ou d'absence de compte rendu, dans le rapport, sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière (rapport de « carence »).

Selon la CNCC, les observations peuvent porter par exemple sur les objectifs de la société assignés au contrôle interne, à savoir l'omission des déficiences majeures du contrôle interne signalées par le commissaire aux comptes dans le cadre de sa mission.

Pour l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA), le commissaire aux comptes n'a pas à porter de jugement sur l'efficacité du contrôle interne et doit se borner à vérifier l'exactitude factuelle des informations contenues dans le rapport ; si tous les faits décrits sont exacts, en principe, le commissaire aux comptes n'a aucun commentaire à présenter. En revanche, en cas d'inexactitude, il doit le signaler¹⁷⁰.

¹⁶⁹ CNCC, avis technique « *les procédures de contrôle interne* », bull. 133, mars 2004

¹⁷⁰ ANSA, CJ 5 nov 2003 et 7 janv 2004

Encadré n°11 : Synthèse réalisée par l'AMF au sujet de la mise en œuvre des procédures de contrôle interne

Les entretiens menés auprès des responsables du contrôle interne de sociétés faisant partie de l'échantillon¹⁷¹ conduisent à plusieurs constats synthétisés ci-après.

- Concernant l'organisation de la fonction « contrôle interne », il a été relevé que son articulation avec les autres départements de l'entreprise varie considérablement en fonction de la taille, du secteur d'activité de la société ou de la réglementation qu'elle se doit de respecter. Ainsi, s'il existe au sein de certaines entreprises une séparation entre la direction du contrôle interne et la direction de l'audit interne, dans d'autres sociétés une seule direction regroupe les deux fonctions. De même le rattachement hiérarchique du contrôle interne est totalement différent d'une société à l'autre. Quant aux effectifs dédiés au contrôle et à l'audit internes, ils peuvent être centralisés au siège ou répartis au sein des différentes filiales du groupe. Enfin, certains émetteurs déclarent recourir aux services de consultants uniquement pour certaines missions d'audit interne spécifiques, notamment l'audit informatique, alors que d'autres au contraire externalisent les missions d'audit interne les plus récurrentes et les plus formalisées.
- Concernant les outils de communication autour du contrôle interne, les émetteurs rencontrés ont insisté sur les efforts notables de formalisation de leurs processus. A cet égard, l'utilisation de questionnaires d'autoévaluation, l'existence de chartes, l'organisation de sessions de formation, voire la mise en place d'un module intranet dédié au contrôle interne, sont des exemples des démarches poursuivies par les sociétés.
- Concernant le périmètre d'application de leurs procédures de contrôle interne, les sociétés précisent travailler à la recherche du meilleur équilibre possible. Certaines indiquent ainsi avoir étendu progressivement leur démarche à l'ensemble des filiales du groupe, tandis que

¹⁷¹ L'échantillon retenu comporte 100 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris dont :

- 50 appartenant au segment A, 37 sociétés faisant partie de l'indice CAC 40 au 31 décembre 2007,
- 20 appartenant au segment B ;
- et 30 appartenant au segment C.

NYSE Euronext a organisé son marché en trois segments de marché basés sur la capitalisation boursière.

Segment A - Capitalisation boursière : plus d'un milliard d'euros

Segment B - Capitalisation boursière : entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros

Segment C - Capitalisation boursière : moins de 150 millions d'euros

Les trois sociétés appartenant au CAC 40 au 31 décembre 2007 non retenues dans l'échantillon sont trois sociétés étrangères : ARCELOR-MITTAL, DEXIA, ST MICROELECTRONICS.

La moitié de l'échantillon est composé de sociétés qui ne faisaient pas partie de l'échantillon analysé dans le précédent rapport de l'AMF. Près de 80 % des sociétés nouvellement introduites dans l'échantillon sont cotées sur les segments B et C d'Euronext Paris. A noter également que l'échantillon comprend cette année un nombre accru de sociétés qui font partie du segment B d'Euronext (20 en 2008 contre 3 en 2007).

Contrairement aux quatre premiers rapports, aucun émetteur obligataire ne fait partie de l'échantillon et, comparé aux deux derniers rapports, aucun émetteur admis sur Alternext n'a été retenu.

Enfin, pour des raisons pratiques, l'analyse des rapports se faisant entre avril et juillet, à l'exception des trois sociétés du CAC 40 qui clôturent en décalé (Parmi ces sociétés, deux clôturent leur exercice social au 31 mars et une au 30 juin), aucune autre société clôturant en décalé n'a été retenue dans l'échantillon.

La fusion d'Euronext N.V. et du NYSE Group Inc. a conduit à la naissance d'une nouvelle marque internationale : NYSE Euronext.

Afin de capitaliser sur cette notoriété internationale, Euronext a décidé de changer le nom d'Eurolist en Euronext, le marché réglementé européen de NYSE Euronext. En conséquence, depuis le 1er janvier 2008, les sociétés présentes à Paris sont identifiées comme étant cotées sur Euronext Paris.

d'autres se concentrent sur les points de contrôle jugés déterminants, notamment ceux ayant trait à l'information comptable et financière.

- Concernant la rédaction du rapport du Président sur la partie relative au contrôle interne, les dirigeants de l'audit interne et du contrôle interne se disent très impliqués. Le rapport est généralement présenté au comité d'audit en présence des responsables de l'audit et du contrôle interne. Par ailleurs, dans certaines sociétés un comité de pilotage, regroupant jusqu'à dix personnes, est constitué annuellement pour la rédaction du rapport.

Les objectifs définis par les sociétés dans le cadre du contrôle interne sont, pour la totalité de celles-ci, la fiabilité de l'information financière et comptable, et, pour la quasi-totalité d'entre elles, le contrôle des opérations et le respect des lois et règlements en vigueur. Les rapports, rappellent dans près de 90 % des cas que le dispositif de contrôle interne ne peut être considéré comme une garantie absolue de la réalisation des objectifs de la société.

Plus des trois quarts des sociétés de l'échantillon donnent une information sur le référentiel sur lequel elles se sont appuyées dans l'élaboration, puis la mise en œuvre, du dispositif de contrôle interne ou pour la rédaction de leur rapport.

Près de la moitié des sociétés font état de l'existence d'une cartographie des risques.

Considérant que les procédures de contrôle interne sont d'autant plus appropriées qu'elles s'appuient sur un recensement des principaux risques identifiables que seule la société peut effectuer, l'AMF renouvelle sa recommandation de faire le lien entre les risques, notamment ceux décrits au paragraphe "*facteurs de risque*" du document de référence, et les procédures mises en place. Cette liaison devrait permettre une meilleure compréhension de la façon dont l'entreprise appréhende les risques, les formalise, les hiérarchise et *in fine* s'efforce de les maîtriser.

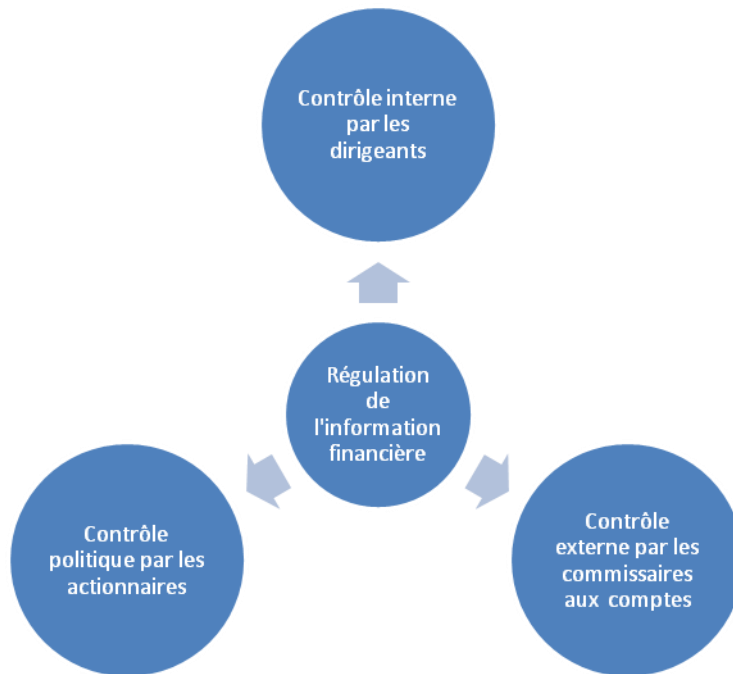
Source : Rapport AMF 2008 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne 27 novembre 2008, pp. 6, 28, 30 37

Conclusion du chapitre 3 :

L'objectif de la régulation interne des données financières et comptables consiste à présenter aux actionnaires une information sincère, comparable, claire, fiable, neutre, publiée en temps opportun, tout en respectant des « principes » de pertinence, de sincérité, d'informativité, d'exhaustivité. La réalisation concrète de ces objectifs relayés par des principes communicationnels fédérateurs doit conduire à appréhender la philosophie de la loi sur la sécurité financière en tant qu'instrument de responsabilisation des parties prenantes.

Schéma n°3 :

Synthèse : La régulation de l'information financière



Conclusion de la première partie :

La nécessité d'une régulation de l'information financière souple, coordonnée et adaptée aux contraintes de la mondialisation s'impose logiquement face aux dysfonctionnements du marché. La réussite du modèle régulateur est indispensable pour redonner de la confiance aux individus dans l'accomplissement de leurs actes quotidiens.

Les pouvoirs publics associés aux entreprises privées sont alors placés en face de leur responsabilité pour que l'action régulatoire prenne pleinement en compte l'universalité d'une information financière réceptacle de l'activité économique, sociale et environnementale.

Deuxième Partie : La place des informations environnementales et sociales dans les documents financiers

Plan de la deuxième partie :

Chapitre 1 : L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale par les acteurs économiques et financiers

Chapitre 2 : Les cadres juridiques européens et nationaux garants de la transparence de l'information sociale et environnementale dans les documents comptables et financiers

La prise en compte des conséquences des risques environnementaux sur la santé, le bien-être et l'activité économique conduit à souligner une responsabilité plurielle de l'ensemble des acteurs économiques.

La responsabilité des Etats est patente, tant les pouvoirs publics ont tardé à mettre en œuvre des normes contraignant les citoyens et les entreprises à changer de comportement. La fin de l'Etat providence a sonné le glas d'un Etat omniscient et assez puissamment armé pour modifier la façon de vivre de ses concitoyens. La mondialisation a mis en exergue le pouvoir des firmes multinationales et l'impossibilité, pour le marché, de s'autoréguler ; paradoxe d'une plus grande liberté laissée à des acteurs économiques, impuissants à canaliser les conséquences des activités économiques sur les ressources humaines et environnementales.

Un constat s'impose ; l'Etat ne réussit qu'imparfaitement à maîtriser la pollution de l'air ou du bruit sur la santé, la qualité des eaux, les déchets toxiques, l'érosion des sols, la déforestation. Le marché est prisonnier des comportements de « passager clandestin ». Dans la mesure où chaque agent économique cherche à maximiser sa propre utilité au moindre coût sans se référer à l'intérêt collectif, l'utilisation de biens environnementaux considérés comme libres, comme l'air, ou abondants dans les pays occidentaux, comme l'eau, ne se pose pas en fonction de contraintes mais d'exploitation ou de sur-utilisation. Ainsi, le passager clandestin n'envisage jamais les conséquences de ses actes de consommation en termes d'héritage. Les générations futures sont oubliées car le prix réel de la dégradation de l'environnement n'est pas supporté par le consommateur immédiat. Le marché est défaillant et ne peut contraindre les acteurs économiques à rembourser le coût des externalités négatives.

La défaillance de l'Etat et du marché impose de trouver d'autres solutions pour que l'environnement et les droits humains soient respectés. La régulation par la norme devient alors la solution idoine pour assurer une réelle transparence des conséquences des actes économiques sur la nature et les personnes. L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale dans la prise de décision économique et financière sous l'emprise d'un cadre normatif constitue une réponse adaptée (chapitre 1). Conscient de ses carences dans le domaine environnemental, l'Etat peut également trouver une place adéquate par l'action législative et réglementaire, comme l'a fait la France avec la loi sur les nouvelles régulations économiques et la transposition des directives produites par la Commission européenne et amendées par le Parlement européen (Chapitre 2).

Chapitre 1 : L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale par les acteurs économiques et financiers

Plan du chapitre :

- I- La genèse de la prise en compte des données environnementales et sociales par les entreprises
 - A- Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE)
 - 1- Approche générale
 - 2- Evolution du concept
 - B- La création du concept d'investissement socialement responsable (ISR)
 - 1- Approche normative
 - 2- Approche économique
 - II- Les réponses générales du droit international dans la prise en compte, par les documents comptables et financiers, des données sociales et environnementales
 - A- Les sources onusiennes ayant indirectement contribué à la prise en compte de la RSE
 - 1- L'impact des conférences internationales sur le développement de la RSE.
 - 2- La déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'Organisation Internationale du Travail
 - B- Les sources internationales ayant une influence directe sur la RSE
 - 1- Les normes des Nations Unies sur la responsabilité en matière de droits de l'homme des sociétés transnationales et autres entreprises (2003)
 - 2- Les principes directeurs de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) à l'intention des entreprises multinationales
 - III- Les réponses spécifiques apportées aux parties prenantes par les organisations non gouvernementales (ONG)
 - A- Le rôle spécifique des ONG dans le domaine du reporting financier
 - 1- Définitions du rôle des ONG
 - 2- Les relations spécifiques entre les ONG et les entreprises
 - 3- L'influence des ONG dans la publication des informations financières et environnementales.
 - B- Les normes ISO
 - 1- Positionnement de l'ISO comme entité normative
 - 2- Les normes ISO sont des normes d'application volontaire
 - 3- Les normes ISO environnementales et sociales
 - C- La Global Reporting Initiative (GRI)
 - 1- Positionnement normatif de la GRI
 - 2- L'utilité d'une fusion des référentiels IFRS et US GAAP avec la GRI
- Conclusion du chapitre 1 :

Résumé :

La lente et progressive prise de conscience par les organisations internationales d'essence étatique ou non gouvernementale du respect de l'environnement et des ressources humaines s'est matérialisée par le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise sous la forme de l'investissement socialement responsable. En conséquence, la production et diffusion des informations environnementales et sociales réceptacles des conséquences des actes économiques et financiers se sont imposées comme une nécessité.

La prise de conscience citoyenne, renforcée par le renouveau de l'éthique, conduit à considérer la transparence des informations environnementales et sociales contenues dans les documents comptables et financiers comme la preuve de la traçabilité parfaite des opérations économiques. Cette quête de la pertinence et de la comparabilité des informations environnementales et sociales, produites par les sociétés cotées, induit une prise de conscience relayée par le développement de nouveaux concepts, tels que la responsabilité sociale de l'entreprise et sa traduction chiffrée par l'investissement socialement responsable (I). La régulation normative, dont la principale caractéristique consiste à être protéiforme, peut relever ce défi (II). D'inspiration onusienne, les normes endossent un caractère volontariste de sorte que, développées par des organisations non gouvernementales, les normes volontaires revêtent un caractère contraignant, synonyme de label de qualité (III).

I- La genèse de la prise en compte des données environnementales et sociales par les entreprises

La notion de responsabilité sociale d'entreprise se réfère en l'espèce aux obligations d'information des entreprises sur les conséquences sociales et environnementales de leurs stratégies et activités. Le concept aborde également les engagements que les entreprises acceptent de prendre, pour que leurs atouts économiques soient respectueux de la nature et des droits humains (A). L'investissement socialement responsable traduit économiquement cette aspiration philosophique où l'entreprise inscrit son action sur le long terme, en diffusant des informations à la fois transparentes et pertinentes sur les conséquences de ses activités (B).

A- Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE)

Le concept de responsabilité sociale de l'entreprise conduit à démontrer la volonté d'implication des entreprises cherchant à concilier leurs orientations stratégiques avec des impératifs d'ordre sociaux et écologiques. Souhaitant ainsi mettre fin à la logique qui vise à considérer les entreprises comme des boîtes noires dont l'unique mission consisterait à maximiser le profit, la notion de RSE tend à humaniser l'entreprise et ses dirigeants (1). La Commission européenne en a défini le concept que le Parlement européen tend à faire évoluer (2).

1- Approche générale

Le concept de RSE, relativement récent, a émergé dans les années 2000 mais a été forgé dans les années 1950 par des auteurs américains qui développèrent la notion de *corporate social*

responsability à partir d'une philosophie religieuse et éthique. La Confédération européenne des syndicats reprend à son compte la définition de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) de la Commission européenne, élaborée dans la livre vert : La RSE est « un concept selon lequel les entreprises intègrent les problèmes sociaux et environnementaux dans leurs opérations commerciales, et dans leur interaction volontaire avec les parties intéressées »¹⁷². L'intérêt de la RSE réside dans l'idée que le développement économique est conciliable avec une dimension sociale et environnementale. L'un des éléments de cette compatibilité repose sur la construction de la transparence des informations financières et comptables à partir des données environnementales et sociales. Or, si le concept de RSE est généralement bien appréhendé, la qualité de l'information demeure largement secondaire par rapport aux principes généraux.

La définition élaborée par la Commission européenne dans son livre vert conduit à remarquer que la RSE intègre directement les questions environnementales et sociales, tout en soulignant l'importance des questions stratégiques. Cette interconnexion se réalise volontairement selon le modèle anglo-saxon. Les parties prenantes internes (employés, actionnaires) et externes (clients, fournisseurs, pouvoirs publics, ONG) doivent être directement protégées et privilégiées.

« La citoyenneté ou responsabilité d'entreprise est un engagement à respecter, un ensemble de principes qui dépasse la simple application de dispositions légales. Ces principes sont souvent fondés sur des instruments internationaux universellement reconnus comme les conventions de l'Organisation internationale du travail (OIT), la Déclaration des Droits de l'Homme et la Déclaration de Rio sur le développement durable. Les domaines sur lesquels s'exerce la responsabilité d'entreprise sont : l'environnement, les conditions et les normes de travail, les droits humains, l'éthique des affaires (ou lutte contre la corruption) et le gouvernement d'entreprise. La responsabilité sociale consiste à assumer les conséquences de ses actes, de ses choix, sur le plan social, environnemental et économique »¹⁷³.

La RSE se fonde sur des critères environnementaux, sociaux, économiques et de gouvernance similaires à ceux du développement durable. La RSE devient une norme économique et sociétale visant à préserver la dignité sociale, l'équité et la sauvegarde de l'environnement et de la nature¹⁷⁴.

Le concept de RSE repose néanmoins sur des approches plurielles. Deux définitions de la RSE apparaissent : « la première serait issue des réflexions sur le développement durable appliquées à un acteur, les entreprises. La seconde définition serait une attitude responsable que les acteurs (parties prenantes, mais aussi, gouvernants et organisations internationales) souhaiteraient que les entreprises adoptent au regard des conséquences économiques, sociales et sociétales entraînées par la financiarisation de l'économie »¹⁷⁵.

¹⁷² Commission européenne, Direction générale de l'emploi et des affaires sociales, Livre vert, Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises, juillet 2001, p. 8. et <http://www.etuc.org/a/494>

¹⁷³ M. Roux, *Finance éthique, Structures, acteurs et perspectives en France*, Revue Banque édition, novembre 2005, p. 30

¹⁷⁴ D'après Ibid, p. 30

¹⁷⁵ Ibid

Le concept de RSE apparaît implicitement comme une réponse de l'entreprise à la nécessité de respecter son environnement spécifique et général, en d'autres termes le micro-environnement et le macro-environnement. Néanmoins, la place de l'information environnementale n'est pas présentée comme étant une donnée stratégique du *reporting* financier. Le concept de « rendre compte » ne constitue pas l'élément déterminant de la validité de la RSE. Si la France s'est illustrée sur le sujet du *reporting* financier par la loi NRE, la *Global Reporting Initiative* (GRI), initiative démarrée aux Etats-Unis en 1997 se révèle être l'un des piliers majeurs du devoir de rendre compte de l'activité de l'entreprise sur les risques générés. A l'exception de la loi NRE, la RSE repose très largement sur une dimension volontariste impliquant une parfaite hétérogénéité des informations circulant sur la thématique du développement durable. C'est la raison pour laquelle, l'aboutissement d'un cadre normatif performant doit conduire à améliorer la lisibilité des informations en permettant des comparaisons géographiques et sectorielles, en identifiant le couple risques et opportunités, de façon à clairement cerner les enjeux de l'entreprise et les coûts de transaction véhiculés.

2- Evolution du concept

La résolution du 13 mars 2007 du Parlement européen, qui fait suite au rapport Howitt : « sur la responsabilité sociale des entreprises : un nouveau partenariat » daté du 20 décembre 2006, suggère notamment « la promotion d'une réglementation de l'Union européenne pour soutenir la RSE et l'évaluation de l'impact des initiatives sur l'environnement et les droits humains et sociaux »¹⁷⁶. A la différence de la Commission européenne, le Parlement associe très étroitement RSE et responsabilité classique, se déclarant convaincu que « l'accroissement de la RSE, liée au principe de la responsabilité des entreprises, constitue un élément essentiel du modèle social européen et de la stratégie européenne pour le développement durable et permet de répondre aux problèmes sociaux posés par la mondialisation économique » ; par ailleurs, « le débat sur la RSE ne saurait être dissocié des questions liées à la responsabilité des entreprises »¹⁷⁷. Le Parlement européen place la notion de responsabilité au cœur de l'évolution du concept de RSE et rappelle la recommandation faite à la Commission de renforcer la responsabilité des dirigeants des entreprises de plus de 1 000 salariés, ce qui aurait pour conséquence « d'engager les dirigeants à réduire au minimum l'impact négatif éventuel, sur le plan social et environnemental, des activités de l'entreprise »¹⁷⁸.

¹⁷⁶ F. G. Trebulle, *Entreprise et développement durable, chroniques, La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°31-34, 2 août 2007, p. 32-33

¹⁷⁷ Cité par F. G. Trebulle, *op. cit.*, p. 33

¹⁷⁸ Ibid

Schéma n°1 :

Les interactions de la responsabilité sociale de l'entreprise



B- La création du concept d'investissement socialement responsable (ISR)

La recherche de la transparence des informations sociales et environnementales trouve sa justification dans des comportements orientés sur la réalisation de cet objectif. Le développement de l'ISR constitue une réponse à la volonté commune de concilier environnement, développement social, éthique et gouvernance. Un investissement est qualifié de socialement responsable lorsqu'il est décidé, non plus en fonction de l'allocation optimale des ressources financières, mais pour répondre à des exigences de développement durable. Aborder le concept d'ISR constitue un préalable indispensable pour comprendre l'évolution de l'actif des sociétés et l'obligation qui en résulte de rendre compte.

Comprendre le concept d'ISR suppose préalablement d'en définir les caractéristiques, de rechercher le cadre normatif permettant d'en unifier le concept (1) et d'en étudier le cheminement (2).

1- Approche normative

« L'investissement socialement responsable (ISR) consiste à intégrer des critères sociaux et/ou environnementaux dans toute décision d'investissement, sans abandonner la recherche d'une rentabilité financière »¹⁷⁹. Le concept d'ISR est la traduction financière de la notion de RSE dont l'idée générale consiste à affirmer que la finance moderne est courttermiste alors que le financement de projets sociaux et environnementaux nécessite des financements à moyen et long terme. L'ISR recouvre « les fonds socialement responsables du développement durable, les fonds d'exclusion consistant à exclure pour des raisons morales les projets non éthiques et l'engagement actionnarial, pour lequel les investisseurs vont exiger, des groupes nationaux et internationaux cotés, une orientation politique de responsabilité sociale à travers l'exercice des droits de votes ou l'amplification de la transparence des informations financières communiquées »¹⁸⁰.

Le concept d'ISR est intégré à l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier qui énonce que, dans les cadres des FCPE, « le règlement précise, le cas échéant, les considérations sociales, environnementales ou éthiques que doit respecter la société de gestion dans l'achat ou la vente des titres, ainsi que dans l'exercice des droits qui leur sont attachés. Le rapport annuel du fonds rend compte de leur application, dans les conditions définies par l'Autorité des marchés financiers ». L'AMF, dans le cadre de l'article 19 de son instruction n° 2005-05 du 22 janvier 2005 relative aux OPCVM d'épargne salariale, a précisé que, lorsque le règlement du fonds prévoit le respect des considérations environnementales ou éthiques dans l'achat ou la vente des titres, ainsi que dans l'exercice des droits qui leur sont attachés, le règlement et la notice d'information doivent préciser de manière détaillée les critères de sélection utilisés dans l'analyse des conditions sociales, environnementales ou éthiques, ainsi que leur méthode d'évaluation et dire si la société de gestion a recours, le cas échéant, à des agences d'évaluation externes spécialisées¹⁸¹. Dans le même ordre d'idées, le Fonds de réserve des retraites (FRR), créé par la loi n° 2001-624 du 17 juillet 2001, a formulé des principes d'investissement socialement responsable par lesquels il entend « appréhender les risques et opportunités de nature environnementale, sociale ou en matière de gouvernance, liés à la stratégie et à l'activité des entreprises dans lesquelles les mandats sont investis » et qui sont destinés à servir de lignes directrices aux gestionnaires de mandats de gestion de l'ISR. A cet effet que le fonds a retenu cinq principes portant sur le respect des droits de l'homme et des droits fondamentaux au travail (1), le développement de l'emploi et l'amélioration de la gestion des ressources humaines (2), la prise en compte de l'environnement dans toutes ses dimensions (principe de précaution, prévention des risques de pollution, éco efficacité des produits, haute qualité environnementale des bâtiments, transports...) (3), respect du consommateur et des règles du marché (sécurité des produits, lutte contre la corruption) (4) et promotion des règles de bonne gouvernance des entreprises (5)¹⁸².

En outre que le Parlement européen, dans sa résolution du 13 mars 2007 s'est déclaré favorable à la participation des investisseurs au débat relatif à la RSE et soutient les appels

¹⁷⁹ M. Roux, *op. cit.*, p. 31

¹⁸⁰ D'après Ibid.

¹⁸¹ F. G. Trebule, *Entreprise et développement durable, chroniques, La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°6-7, 9 février 2006, p. 312

¹⁸² Ibid.

lancés en faveur de la transparence en la matière (plutôt) que la prescription « au moyen de l'introduction, à l'échelle de l'UE du « principe de déclaration d'investissement » pour les fonds d'investissement »¹⁸³. En avril-mai 2006 ont été lancés à Paris et New York les principes pour l'investissement responsable (PRI) initiés à l'origine par le département finance du Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE-Fi). Six principes de dégagent :

- Intégrer les problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans l'analyse de décisions d'investissement ;
- Intégrer les questions ESG dans les politiques et pratiques d'actionnaires ;
- Demander les informations relatives à ces questions aux entités dans lesquelles a lieu l'investissement ;
- Assurer la promotion et la diffusion de ces principes dans l'industrie de l'investissement ;
- Travailler à accroître l'efficacité dans la mise en application ;
- Rendre compte des activités et des progrès dans cette mise en œuvre.

Le dernier point a trait au reporting et concerne directement la qualité de l'information comptable et financière ; les points précédents sont essentiellement volontaristes et reposent, à la fois sur des motivations contractuelles dans la négociation commerciale et des motivations communicationnelles concernant l'image de marque de la société.

2- Approche économique

Parmi les cent plus grandes puissances économiques mondiales, 51 sont aujourd'hui des entreprises dont certaines sont plus puissantes que des pays comme le Portugal ou la Belgique¹⁸⁴. L'ISR serait en conséquence un concept d'avenir visant à la prise en compte, dans la décision d'investissement, de critères extra-financiers relatifs à l'entreprise et pouvant peser sur l'équilibre « cité, environnement et économie » qui sous-tend le concept de développement durable. « Paradoxalement, la préférence pour le court terme semble gagner du terrain, voire s'accroître. A titre d'illustration, en dépit de l'allongement tendanciel des engagements, l'information financière est désormais assujettie à des comptabilités fondées sur des données instantanées, *mark to market*. C'est le cas des normes US GAAP et IFRS, mises en place pour mieux assurer la véracité et la comparabilité financière des entreprises mais qui risquent d'exacerber les pratiques liées au court-termisme »¹⁸⁵. En conséquence « les entreprises doivent faire des choix qui engagent non seulement leurs profits, mais aussi le bien être social : respect de l'environnement ou pollution, respect de règles éthiques ou opportunisme... La régulation des marchés et des entreprises par des institutions publiques n'offre qu'une solution de second rang, à cause des coûts importants liés à l'asymétrie de l'information entre ces acteurs qu'elle engendre. Les entreprises ont une dimension internationale qui leur permet de contourner la régulation d'un Etat, il peut aussi être « capturé ». L'investissement socialement responsable offre, à cet égard, une alternative intéressante, fondée sur la logique de marché »¹⁸⁶. Ce point de vue se justifie en considérant,

¹⁸³ F. G.Trebulle, Entreprise et développement durable, chroniques, *La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°30, 26 juillet 2007, p. 36

¹⁸⁴ T. Deheuvels, ISR : Un concept d'avenir, *Revue d'économie financière*, n° 85, septembre 2006, p. 19

¹⁸⁵ C.n Gollier, Alain Leclair, Pourquoi l'ISR a-t-il besoin de recherche universitaire ?, *Revue d'économie financière*, n° 85, septembre 2006, p. 13

¹⁸⁶ Ibid, p. 12

d'une part, que les entreprises les plus sensibles à leur responsabilité sociale « superformeraient à long terme le marché car elles prennent mieux en considération les risques de dommages sociaux et environnementaux et d'autre part les fonds ISR peuvent pénaliser les entreprises socialement irresponsables en refusant d'y investir ou « tout simplement en s'y retirant de manière à accroître le coût du capital de ces entreprises »¹⁸⁷. Ainsi, « le souci de l'investisseur ISR se traduit par le respect de l'équilibre entre les parties prenantes, (...) la participation au développement d'un projet et une optique à long terme »¹⁸⁸.

Il n'en demeure pas moins que la perception du concept d'ISR n'est pas linéaire, « pour simplifier à l'extrême, le courant américain sélectionnerait, la plupart du temps, l'ISR en fonction de la qualité « morale » de l'action de l'entreprise. Le courant européen jugerait, quant à lui, l'action de l'entreprise en fonction de divers critères sociaux, éthiques, environnementaux ... conformes à une certaine idée de la responsabilité sociale ou sociétale de l'entreprise »¹⁸⁹. (...) « Le modèle européen suppose que le développement social peut être créateur de valeur (...) *a contrario*, dans le modèle américain, l'enrichissement personnel permet l'amélioration du bien-être individuel et, ainsi, une amélioration des conditions de vie »¹⁹⁰. Pour ces auteurs, un raisonnement analogique est utile pour comprendre que ces différences d'appréciation sont transposables à l'aspect écologique du développement économique.

Le développement de l'ISR, d'inspiration « modérément philanthropique », se heurte aux techniques financières de transfert des risques environnementaux issues du pragmatisme anglo-saxon. Trois principaux instruments financiers concernant la couverture des risques catastrophiques, instruments dénommés *Cat bonds*, sont apparus ces dernières années et représentaient, un marché mondial de produits et titres dérivés d'un montant de 9,1 milliards de dollars en 2001¹⁹¹.

Le premier mécanisme concerne la technique financière des swaps. « En l'occurrence ces swaps permettent à des assureurs catastrophes naturelles, qui proposent – ou sont obligés de proposer – leur couverture dans les régions très exposées à ces risques, d'échanger de gré à gré une partie de leur portefeuille avec d'autres assureurs exposés à d'autres types de risques. Grâce à cet échange, ils parviennent ainsi à réduire leur exposition au risque »¹⁹². Le second mécanisme est inhérent aux « options de vente (*put*) ou d'achat (*call*) sur indices » du *Chicago Board of Trade* (CBOT) ; « ils permettent au détenteur de l'option de bénéficier d'une variation favorable des conditions de marché, entre le montant de l'acquisition et celui de son exercice »¹⁹³. Le troisième mécanisme est relatif aux « obligations indexées » du CBOT ou du *Catastroph Risk Exchange* (CATEX) de New York, nommées également *Insurance Linked Securities* (ILS). « Il correspond, à proprement dit à ce que l'on nomme

¹⁸⁷ Ibid, p. 15

¹⁸⁸ T. Deheuvels, op. cit, pp. 24-25

¹⁸⁹ T. Wiedemann-Goiran, S. Pfister, Modèles sociaux et ISR, *Revue d'économie financière*, n° 85, septembre 2006, p. 29

¹⁹⁰ Ibid, p. 30

¹⁹¹ S. Chemarin, Vers une théorie économique de l'assurabilité en incertitude, Chaire développement durable EDF – Ecole polytechnique, cahier n° 2005- 005

¹⁹² G. J. Martin, Les techniques financières de transfert des risques : l'exemple des *Cat Bonds*, *Cahier de droit de l'entreprise*, éditions Lexis Nexis, Juris Classeur, n° 5, Septembre-Octobre 2006, p. 33

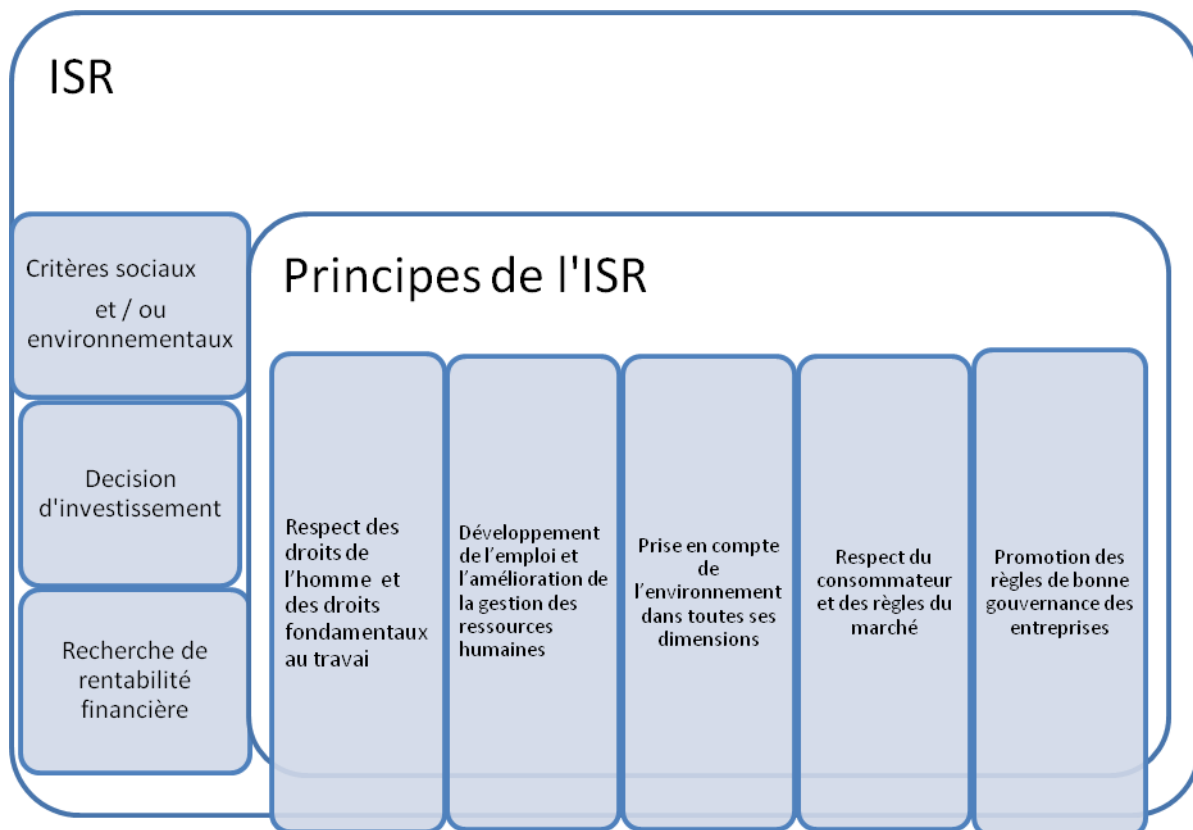
¹⁹³ Ibid

Cat bonds, Il s'agit, en réalité, d'une technique de titrisation des risques, développée par les assureurs à la suite du cyclone Andrew qui avait dévasté la Floride en 1992 et du tremblement de terre de Northridge¹⁹⁴ qui a frappé, quelques mois plus tard, la région au Nord de Los Angeles »¹⁹⁵.

Ces techniques financières, ne remettant pas en cause le développement de l'ISR, demeurent palliatives et se justifient lorsqu'un sinistre grave est intervenu. L'ISR vise à modifier l'existant et à anticiper les risques ; en ce sens il repose sur une approche anticipative et non réparatrice. Ces deux conceptions peuvent cependant coexister. Les *Cats Bonds* constituent la réponse des marchés financiers à la couverture des risques catastrophiques alors que l'approche environnementale, en délaissant la place de l'assurance au profit de la gouvernance, voit en l'ISR un pari à moyen et long terme basé sur le changement des pratiques et comportements.

Schéma n° 2 :

Mise en perspective du concept d'ISR



¹⁹⁴ G. J. Martin rapporte que les deux événements avaient provoqué, selon les estimations, entre 30 et 40 milliards de dollars de dommages assurés

¹⁹⁵ Ibid

II- Les réponses générales du droit international dans la prise en compte, par les documents comptables et financiers, des données sociales et environnementales

Le droit international ne s'est pas immiscé directement dans l'élaboration de l'information environnementale et sociale contenue dans les documents financiers et comptables ; par contre la prise en compte des facteurs environnementaux et sociaux a fait l'objet de nombreuses conférences internationales plaçant les gouvernements face à leurs responsabilités et entraînant les firmes multinationales à opérer une prise de conscience (A). Le concept de RSE s'en est trouvé modifié, indirectement, d'une part et de façon générale, puis directement, d'autre part et de façon précise, sous l'égide de l'OCDE et des Nations unies (B).

A- Les sources onusiennes ayant indirectement contribué à la prise en compte de la RSE

La problématique de la responsabilité sociale de l'entreprise est relativement récente. La déclaration des Nations Unies sur l'environnement et le développement, du 16 juin 1972, pose dans son principe 4 que « L'homme a une responsabilité particulière dans la sauvegarde et la sage gestion du patrimoine constitué par la flore, la faune sauvage et leur habitat ». Les conventions internationales qui suivront celle de Stockholm évoqueront l'idée de la réparation et de la prise en compte des dommages causés à l'environnement (1). Les positions développées sous l'égide des Nations Unies évolueront sur la responsabilité des dommages causés en plaçant les firmes multinationales face à leurs obligations sociétales. De cette évolution sortira indirectement renforcée l'obligation de rendre compte (2).

1- L'impact des conférences internationales sur le développement de la RSE.

En juin 1972, s'est tenue la première conférence des Nations unies sur le thème de l'homme et de son milieu dont le slogan officiel fut « une seule terre ». L'objectif de cette conférence était de « définir les modèles de comportement collectif qui permettent aux civilisations de s'épanouir ». Le paragraphe 4 du préambule de la déclaration de Stockholm énonce que « dans les pays en voie de développement, la plupart des problèmes de l'environnement sont causés par le sous-développement. (...) En conséquence, les pays en voie de développement doivent orienter leurs efforts vers le développement, en tenant compte de leurs priorités et de la nécessité de préserver et améliorer l'environnement »¹⁹⁶. Officiellement, dans cette déclaration l'économie et l'environnement sont interdépendants.

S'ensuit la création du Programme des Nations unies pour l'environnement, organe installé à Nairobi.

En 1983, l'Assemblée générale des Nations unies décide de créer la Commission mondiale sur l'environnement et le développement (CMED) dont la présidence du groupe de travail est confiée à G.-H. Brundtland, Premier ministre de Norvège de l'époque. Le mandat de la CMED repose sur trois missions consistant, premièrement, à établir un diagnostic en matière de problèmes d'environnement et de développement et à faire des propositions pour une action novatrice, concrète et réaliste, deuxièmement, à envisager de nouvelles modalités de coopération internationale susceptibles de renforcer la coopération existante et de provoquer les changements souhaités, troisièmement, à provoquer la prise de conscience et la

¹⁹⁶ Cité par F.-D. Vivien, *Le développement soutenable*, Collection Repères, La Découverte, septembre 2005, pp. 11-13

mobilisation de l'ensemble des acteurs concernés¹⁹⁷. La CMED publie en 1987 un rapport intitulé « Notre avenir à tous ». Trois dimensions s'en dégagent : la durée du développement, l'équité sociale à établir entre les générations et à l'intérieur des générations, et le respect des systèmes naturels qui nous font vivre.

La conférence des Nations unies sur l'environnement et le développement se tient à Rio de Janeiro du 3 au 14 juin 1992. Ce sommet, suggéré par les rédacteurs du rapport Brundtland, voit le « véritable lancement médiatique de la notion de développement soutenable »¹⁹⁸. La Déclaration de Rio reprend, en préambule, celle de Stockholm et lui donne une nouvelle dimension ; en effet l'article 15 de la Déclaration de Rio se réfère à ce qui préfigure le principe de précaution. Un plan d'action « Agenda 21 », sans valeur juridique contraignante, voit le jour. Vingt sept principes clés sont adjoints à la Déclaration de Rio. Deux conventions cadres sont signées, la première relative au changement climatique débouche sur un texte additionnel, le Protocole de Kyoto ; la seconde s'attache à l'érosion et à la diversité biologique.

Le Protocole de Kyoto est un texte additionnel à la Convention cadre sur le changement climatique, qui a été signé en 1997, lors de la troisième conférence de ses parties signataires. Il définit l'engagement différencié des pays industrialisés dans la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Le cumul des différents engagements de réduction, variant d'un pays signataire à l'autre, aboutit à une baisse de 5,2 % des émissions entre 2008 et 2012 par rapport à 1990. Le Protocole de Kyoto est entré en vigueur en 2005.

2- La déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'Organisation Internationale du Travail

L'Organisation Internationale du Travail (OIT), dans le cadre de la déclaration tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale¹⁹⁹, dresse un état des recommandations que les gouvernements et les FMN doivent suivre. En l'espèce, L'OIT prend clairement position pour que la dimension sociale rejoigne l'économique. Plus particulièrement, l'OIT considère que « les gouvernements devraient faire en sorte que les entreprises tant multinationales que nationales fassent bénéficier leurs travailleurs des normes adéquates en matière d'hygiène et de la sécurité ». (§. 37).

Selon, l'OIT, « les entreprises multinationales devraient maintenir les normes de sécurité et d'hygiène les plus élevées, conformément aux exigences nationales, compte tenu de leur expérience correspondante acquise dans l'entreprise toute entière, y compris la connaissance des risques particuliers. Elles devraient aussi mettre à la disposition des représentants des travailleurs dans l'entreprise, et sur la demande des autorités compétentes et des organisations de travailleurs et d'employeurs de tous les pays où elles exercent leurs activités, des informations sur les normes de sécurité et d'hygiène, applicables à leurs activités locales, qu'elles observent dans les autres pays ». (§. 38) Ces deux paragraphes révèlent l'intérêt que l'OIT porte à la prise en compte des risques dont la maîtrise passe par le respect de normes

¹⁹⁷ D'après Ibid, p. 19

¹⁹⁸ Ibid, p. 23

¹⁹⁹ Cette déclaration a été adoptée par le Conseil d'administration du Bureau international du Travail à sa 204^e session (Genève, novembre 1977), telle qu'amendée par le Conseil à sa 279^e session (Genève, novembre 2000) et à sa 295^e session (mars 2006).

sociales et par des informations pertinentes. L'impact de ces informations sur les données comptables et financières n'est pas abordé par l'OIT.

Le sommet mondial du développement soutenable organisé à Johannesburg du 26 août au 4 septembre 2002 ouvre les débats de façon quasi-exclusive sur les crises financières. Il aboutit, d'après les observateurs, à de faibles résultats. La déclaration finale se contente de reprendre les déclarations précédentes. F.-D. Vivien constate que le Sommet de Johannesburg a surtout été l'occasion de présenter des « initiatives de type II », c'est-à-dire des partenariats conclus entre des gouvernements et des acteurs privés, entreprises, ONG, syndicats. Ces partenariats sont hétérogènes et peuvent, selon l'auteur, être assimilés à des opérations promotionnelles. L'entreprise entre au cœur des processus de développement durable à la fin de ce sommet, démontrant par la même occasion la puissance des firmes transnationales.

Si le traitement de la RSE fait l'objet d'une attention indirecte de la part des autorités nationales et internationales, les firmes multinationales ne sont pas étrangères à son intégration directe dans les processus de réflexion normatif.

B- Les sources internationales ayant une influence directe sur la RSE

Les firmes multinationales sont apparues comme les acteurs clés du développement de la RSE, dans la mesure où l'espace national est devenu évanescent et les mécanismes étatiques de régulation partiellement inefficaces. La prescription de normes internationales s'est imposée comme une réponse au défi de la mondialisation. Les Nations Unies et l'Organisation de Coopération et de Développement Economique ont cherché à structurer le comportement des firmes transnationales afin de préserver les équilibres écologiques, humains et économiques (1). Leurs référentiels respectifs, sans être spécifiquement contraignants, guident l'action de ces entreprises dont le poids économique est bien souvent supérieur à celui des Etats (2).

1- Les normes des Nations Unies sur la responsabilité en matière de droits de l'homme des sociétés transnationales et autres entreprises (2003)

Ces normes sont conformes aux conventions, déclarations, accords et principes internationaux, régionaux et multilatéraux. Elles établissent un rapport entre ces instruments internationaux et les responsabilités des entreprises en matière de droits humains²⁰⁰.

Elles impliquent, d'une part, le développement de la logique de responsabilité sociale des entreprises multinationales dans les actes économiques réalisés et, d'autre part, la nécessité de rendre compte des implications des actions économiques sur l'environnement.

Ces normes onusiennes abordent :

- Le Respect de la souveraineté nationale et des droits de l'homme : « Les sociétés transnationales et autres entreprises reconnaissent et respectent les normes applicables du droit international, les dispositions législatives et réglementaires, ainsi que les pratiques administratives nationales, l'état de droit, l'intérêt public, les objectifs de développement, les politiques sociales, économiques et culturelles, y compris les principes de transparence, de responsabilité et d'interdiction de la corruption, et l'autorité des pays dans lesquels elles opèrent » (paragraphe 10). « Les sociétés transnationales et autres

²⁰⁰ Doc. ONU E/CN.4/Sub.2/2003/38/Rev.2 (2003)

entreprises n'offrent, ne promettent, ne donnent, n'acceptent, ne tolèrent et n'exigent aucun pot-de-vin ou autre avantage indu ni n'en bénéficient sciemment et aucun gouvernement, fonctionnaire, candidat à une fonction électorale, membre des forces armées ou des forces de sécurité ni autre individu ou entité ne peut leur demander ou en attendre un pot-de-vin ou autre avantage indu. Les sociétés transnationales et autres entreprises s'abstiennent de toute activité aidant, incitant ou encourageant les États ou toute autre entité à enfreindre les droits de l'homme. Elles veillent à ce que les biens et services qu'elles offrent et produisent ne soient pas utilisés pour violer les droits de l'homme. » (paragraphe 11)

Pour l'ONG, Amnesty International, les sociétés transnationales doivent s'engager à ce que les informations figurant dans leurs états financiers reflètent avec exactitude la situation financière, les résultats d'exploitation et la situation de trésorerie de la société²⁰¹.

- Les obligations visant à la protection du consommateur (paragraphe 13) ;
- Les obligations visant à la protection de l'environnement (paragraphe 14).

Amnesty International sous-entend l'obligation d'évaluer l'impact des politiques mises en œuvre par les FMN pour protéger l'environnement : « Les évaluations portent, entre autres, sur l'impact des activités prévues sur certains groupes tels que les enfants, les personnes âgées, les peuples et communautés autochtones (en particulier pour ce qui concerne leurs terres et leurs ressources naturelles) et/ou les femmes. Les sociétés transnationales et autres entreprises diffusent leurs rapports d'évaluation dans des délais raisonnables et les rendent accessibles au Programme des Nations unies pour l'environnement, à l'OIT, aux autres organismes internationaux intéressés, au gouvernement de chaque pays où opèrent les sociétés, au gouvernement du pays où elles ont leur siège et aux autres groupes concernés. Les rapports sont mis à la disposition du grand public »²⁰². Indirectement Amnesty International développe le concept d'externalité, ce qui désigne les conséquences positives et négatives que l'entreprise fait subir à son environnement.

Enfin, Amnesty International considère comme indispensable que les procédures d'audit soient transparentes.

2- Les principes directeurs de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) à l'intention des entreprises multinationales

Les principes directeurs sont des recommandations que les gouvernements adressent aux entreprises multinationales opérant dans les pays adhérents ou originaires de ces pays ou dans des pays non-membres dont les gouvernements appuient le contenu. Ces principes sont soutenus, à la fois par les organisations patronales et syndicales, et par plusieurs organisations non gouvernementales. Ils énoncent des normes volontaires non contraignantes pour les entreprises. Néanmoins, les gouvernements se sont engagés à les faire respecter et à veiller à leur mise en œuvre effective. Les principes directeurs sont considérés comme le seul code de conduite à l'intention des entreprises multinationales qui soit complet et approuvé au niveau multilatéral. Les principes directeurs couvrent un large panel de questions inhérentes à

²⁰¹ Amnesty International, *Document Public*, Les Normes des Nations Unies sur la responsabilité des entreprises en matière de droits de l'homme : vers une responsabilité juridique, Index AI : IOR 42/002/2004 ÉFAI, Londres, janvier 2004, 24 p.

²⁰² Ibid, pp. 20, 22

l'éthique des entreprises : la diffusion des informations, l'emploi, les relations professionnelles, l'environnement, la corruption, l'intérêt des consommateurs, la science et la technologie, la concurrence et la fiscalité. Le chapitre III des principes directeurs portant sur l'information recommande « la diffusion d'informations sur toutes les questions concernant l'entreprise, notamment ses résultats et la structure de son actionnariat, ainsi que la communication dans les domaines où les normes à cet égard sont encore peu développées comme la politique sociale, l'environnement et la notification des risques »²⁰³. Le chapitre V relatif à l'environnement « encourage les entreprises à améliorer leur performance pour la protection de l'environnement, notamment en ce qui concerne les incidences sur la santé et la sécurité. Des recommandations sont notamment formulées sur les systèmes de gestion de l'environnement et l'opportunité de mesures de précaution en cas de menace de dommages graves pour l'environnement »²⁰⁴. Ces principes ne visent pas à introduire une différence de traitement entre les entreprises multinationales et les entreprises nationales, mais « reflètent les bonnes pratiques pour toutes les entreprises »²⁰⁵.

Encadré n° 1 : La Déclaration de l'OCDE et les Décisions sur l'investissement international et les entreprises multinationales

La Déclaration de 1976 et les Décisions sur l'investissement international et les entreprises multinationales constituent un engagement au niveau politique par les gouvernements des pays membres et adhérents à améliorer le climat des investissements étrangers, favoriser la contribution positive que les entreprises multinationales peuvent apporter au progrès économique et social, et permettre de réduire au minimum et de résoudre les difficultés qui peuvent résulter de leurs diverses opérations. Toutes les parties de la Déclaration font l'objet d'examens périodiques. Un examen important des Principes directeurs a été complété en juin 2000.

Les 30 pays membres et onze pays non membres ont adhéré à la Déclaration :

Argentine (22 avril 1997), Brésil (14 novembre 1997), Chili (3 octobre 1997), Égypte (11 juillet 2007), Estonie (20 septembre 2001), Israël (18 septembre 2002), Lettonie (9 janvier 2004), Lituanie (20 septembre 2001), Pérou (25 juillet 2008), Roumanie (20 avril 2005), Slovénie (22 janvier 2002).

La Déclaration comprend quatre instruments :

- Les principes directeurs à l'intention des entreprises multinationales sont des recommandations dont le respect est volontaire. Leur mise en œuvre est encouragée et facilitée, par les points de contact nationaux dans les pays adhérents ;
- L'instrument relatif au traitement national: les pays adhérents s'engagent de faire bénéficier les entreprises sous contrôle étranger, opérant sur leur territoire, d'un régime non moins favorable que celui qu'ils accordent aux entreprises nationales dans les mêmes circonstances;

²⁰³ Ibid, p. 2

²⁰⁴ Ibid

²⁰⁵ Ibid

- Un instrument sur les obligations contradictoires appelle les pays adhérents à éviter ou minimiser les obligations contradictoires imposées aux entreprises multinationales par les autorités des différents pays;
- Un instrument sur les stimulants et obstacles à l'investissement direct international incite les pays adhérents à produire des efforts pour améliorer leur coopération sur les mesures affectant l'investissement direct international.

Source : www.oecd.org/daf/investissement/declaration

III- Les réponses spécifiques apportées aux parties prenantes par les organisations non gouvernementales (ONG)

En exerçant une vigilance constante, les ONG environnementales et sociales contribuent, par leur pouvoir de lobbying, à modifier au moins à la marge le comportement d'entreprises soucieuses de leur image de marque et de l'impact de leurs activités économiques sur la nature.

Les ONG alertent les parties prenantes, actionnaires, salariés, clients, fournisseurs et pouvoirs publics des conséquences environnementales et humaines de l'impact des stratégies mises en œuvre. Parallèlement, les ONG jouent le rôle d'un partenaire effectif en élaborant des recommandations et des normes concrètes dont l'utilité consiste, tout en protégeant l'environnement et les droits humains, à permettre aux entreprises qui les adoptent de bénéficier d'un label de qualité dont l'impact sur l'information comptable et financière n'est pas négligeable.

Après avoir présenté concrètement les conditions d'exercice des relations ONG-entreprises (A), il importera d'étudier l'influence de l'ONG-ISO sur l'adoption d'un comportement vertueux en termes environnemental et social (B) et d'appréhender le rôle de la *Global Reporting Initiative* (GRI) dont la mission consiste en l'élaboration d'un reporting sociétal (C).

A- Le rôle spécifique des ONG dans le domaine du reporting financier

Si, à l'origine, les relations ONG-entreprises ont pu paraître conflictuelles, ces dernières années ont été marquées par quelques modifications dans leurs rapports respectifs. De nombreux partenariats stratégiques ont vu le jour, constituant de véritables alliances entre les organisations. Basés sur des échanges de connaissances et d'expertises, ces partenariats ont permis aux ONG de faire valoir leur position de défense de l'environnement et ont valu aux entreprises une reconnaissance médiatique profitable en termes d'image de marque.

Après avoir défini le rôle des ONG (1), il convient d'étudier, d'une part, comment les ONG et entreprises ont tissé des relations spécifiques (2) et, d'autre part, dévaluer l'impact des ONG dans la diffusion des informations sociales et environnementales (3).

1- Définitions du rôle des ONG

L'Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises (ORSE), dans le cadre d'un rapport de mission remis au Ministre de la Jeunesse, des Sports et de la Vie Associative en juin 2005, s'est interrogé sur l'effectivité des partenariats stratégiques entre les ONG et les entreprises. L'ORSE, en cherchant à appréhender les grandes caractéristiques des ONG,

constate qu'il n'existe aucune base juridique qui permette de qualifier une organisation de « non-gouvernementale ». En conséquence, l'ORSE rappelle que le concept a été utilisé pour la première fois en 1946 par le conseil économique et social des Nations Unies (ECOSOC) ; le terme ONG visait alors à distinguer les organisations issues de la société civile des organisations étatiques afin de les associer aux discussions sur des questions internationales²⁰⁶. Le département de l'information des Nations-Unies en donne la définition suivante : « Un groupe de citoyens volontaires, sans but lucratif et organisé à l'échelon local, national ou international. Les organisations non gouvernementales remplissent divers types de services et fonctions : humanitaires, d'information aux gouvernements sur les préoccupations de leurs citoyens, de surveillance des politiques des gouvernements et de promotion de la participation politique au niveau communautaire. Elles fournissent des analyses et des expertises, servent de mécanismes d'alerte avancés et aident à superviser et mettre en œuvre les accords internationaux. Certaines sont organisées autour de questions spécifiques telles que les droits de l'Homme, l'environnement ou la santé. Leurs relations avec les différents bureaux et agences du système des Nations-Unies diffèrent selon leur objectif, leur siège et leur marché »²⁰⁷.

Cette définition générale des ONG permet de retenir qu'elles exercent un rôle spécifique en matière d'expertise et d'alerte, ce qui signifie que leurs actions peuvent directement influencer la stratégie de développement des sociétés.

Selon le MEDEF, la définition juridique des ONG est floue. Le conseil économique et social en donne une définition très vaste : « Organisations qui ne sont pas créées par voie d'accords intergouvernementaux »²⁰⁸. Le MEDEF retient la définition suivante : « Toute organisation non gouvernementale ayant une vocation sociale ou environnementale dont la finalité est à but non lucratif ». Il exclut de cette approche les alliances, réseaux et regroupements d'entreprises, les syndicats, les associations sportives, parfois définies comme des ONG²⁰⁹.

2- Les relations spécifiques entre les ONG et les entreprises

L'ORSE relève que, dans les années 1990, les relations entre les ONG et les entreprises ont pris un nouvel essor, avec le lancement de campagnes permettant aux ONG de jouer un rôle de lobbyiste en tenant notamment les entreprises pour responsables de la dégradation de l'environnement et des conditions de travail dans les pays en développement. Les entreprises ont tout d'abord perçu les ONG comme une menace et un danger pour leur notoriété, puis certaines ont accepté cette pression en intégrant une démarche de responsabilité sociétale dans leurs stratégies. Il s'en est suivi une collaboration qualifiée d'utile, entre des entreprises et des ONG. L'ORSE rapporte qu'une étude menée en 2004 par Man-com/Ecodurable confirme cette tendance. 95 % des ONG et des associations interrogées considèrent que logique d'entreprise et responsabilité sociale peuvent aller de pair. Ainsi, les leviers du développement durable passent par la formation du public (70 %), l'action des entreprises (48 %) et la fiscalité (25 %). La grande majorité d'entre elles (93 %) sont demandeuses de contacts avec les entreprises²¹⁰.

²⁰⁶ ORSE, Partenariats stratégiques ONG/entreprises, rapport de mission remis au Ministre de la Jeunesse, des Sports et de la Vie Associative, juin 2005, p. 7

²⁰⁷ F. Rubio, Dictionnaire pratique des organisations non gouvernementales, Ellipses, Paris 2004, p. 126 cité par ORSE, op. cit, p. 8

²⁰⁸ Résolution 288 B du 27 février 1950 du conseil économique et social.

²⁰⁹ ORSE, op. cit, p. 121

²¹⁰ D'après ibid., p. 16

Les ONG répondent aux carences comportementales des entreprises dans le domaine environnemental, social et éthique. Elles peuvent ainsi avoir une connaissance approfondie et spécifique de certaines zones géographiques ou d'aspects sociaux avec lesquels l'entreprise est peu familière. Elles ont la possibilité, selon l'ORSE, de servir de catalyseur pour aider à l'élaboration d'approches plus responsables et servir de passerelles entre l'entreprise et les autres parties prenantes, telles que les gouvernements et les collectivités locales. A titre d'exemple, la collaboration dans le domaine environnemental entre des ONG et des entreprises portera, pour les ONG, sur la réhabilitation d'un site en fin d'exploitation, l'expertise sur les questions de climat, la réduction des gaz à effet de serre, la gestion des ressources naturelles, la qualité de l'eau, le recyclage. Pour les entreprises, ce sera la mise à disposition de moyens humains et financiers dont l'influence demeure notable en matière d'informations financières et comptables diffusées, l'apport d'expertise pour concevoir des produits innovants (notamment dans le domaine des énergies renouvelables). WWF et Lafarge, WWF et Unilever, Greenpeace et GB/N Power et WWF et la Caisse d'épargne ont adopté ce type de partenariat stratégique. Dans le domaine de la santé, les ONG concourent à l'élaboration d'une politique de lutte contre le sida, apportent leur l'assistance à sa mise en œuvre et à la sensibilisation et formation du personnel. Les entreprises amènent des moyens humains et financiers et mettent à la disposition des ONG leur capacité d'expertise et des conseils en management. Carrefour et Lafarge, Natexis Banques populaires et Plan France ont intégré au cœur de leurs stratégies ces types de partenariat dont la finalité se traduit dans le rapport de gestion sous l'angle financier.

Très concrètement, le groupe Caisse d'épargne et WWF ont signé, en 2003, un partenariat pour prendre en compte l'environnement, lequel s'articule autour de trois axes :

- Promotion d'une gestion plus durable du patrimoine naturel, culturel et humain en France ;
- Développement de solutions en relation avec le cœur de métier du groupe Caisse d'épargne ;
- Sensibilisation des collaborateurs, actionnaires, clients et partenaires aux problèmes de l'impact écologique de l'activité humaine et partage de solutions innovantes, combinant les compétences du WWF avec celles du Groupe Caisse d'Epargne.

Les résultats obtenus sont probants, des critères environnementaux ont été introduits dans le processus de sélection des projets économiques locaux et sociaux, afin d'une part, d'éviter que ces projets ne nuisent à l'environnement et d'autre part, d'encourager le développement de projets tenant compte de la protection de l'environnement.

Certaines entreprises collaborent avec des ONG pour la réalisation de l'audit de leur *reporting* environnemental ou de leur chaîne logistique.

Allant au-delà du contrôle interne, les entreprises demandent aux ONG de jouer le rôle d'auditeur, de conseiller ou de vérificateur externe.

L'ORSE rappelle que les entreprises ont expérimenté divers modèles en termes de participation des ONG au processus d'audit. Dans le cas d'audit social, les représentants syndicaux à divers niveaux apparaissent comme des alliés cruciaux qui doivent être associés au processus. Chaque entreprise doit réfléchir soigneusement, en fonction de son secteur, de son implantation géographique et de sa structure, à la manière optimale de faire collaborer son

équipe interne d'audit qualitatif ou social, syndicats, auditeurs professionnels et ONG²¹¹. A titre d'exemple, Carrefour a mandaté la Fédération Internationale des Droits de l'Homme (FIDH) pour réaliser un audit social indépendant de ses fournisseurs. La FIDH effectue quelques audits indépendants, de manière aléatoire (à raison d'environ cinq par an). Aux Etats-Unis, Vérité²¹² est spécialisée dans l'audit social depuis 1995. Dans le domaine de l'environnement, l'ONG de conservation Rainforest Alliance a acquis, au cours des dix dernières années, rapporte l'ORSE, « une expérience considérable dans l'audit des secteurs de la gestion des forêts, de l'agriculture et du tourisme, en regard de ses propres critères de protection de l'environnement, de la faune et de la flore, de la main d'œuvre et des collectivités locales »²¹³. Au sein de l'Union européenne, l'ONG néerlandaise SOMO s'inscrit dans cette logique en étant cependant mandatée non pas par les équipes dirigeantes mais par les syndicats et comités d'entreprise.

Il s'avère que les ONG exercent un réel pouvoir de pression sur les entreprises. A. Mach relève que, sur neuf cas où une pression a été exercée sur les entreprises par les ONG, sept ont débouché ultérieurement sur une coopération active²¹⁴.

Cette pression tourne généralement à l'avantage des entreprises dans la mesure où le partenariat ONG entreprise permet, selon le MEDEF, de valoriser l'image externe et interne des sociétés. La valorisation de l'image externe permet d'améliorer la communication auprès du grand public, l'entreprise bénéficiant de l'aura positive de l'ONG à laquelle elle est associée, si bien qu'elle améliore sa position concurrentielle. La valorisation de l'image interne permet à l'entreprise de sensibiliser ses salariés à des causes d'intérêt général. Le MEDEF considère que l'entreprise qui fait évoluer cette image auprès des salariés accroît la capacité de dialogue de l'entreprise avec ses employés²¹⁵.

En résumé, le partenariat entreprises-ONG ne se construit pas à partir de motivations philanthropiques, mais à partir d'orientations managériales visant à développer des avantages concurrentiels inducteurs de rentabilité, à améliorer l'image de marque et à limiter les conflits sociaux.

Encadré n° 2 : Exemple de gestion des risques liés au développement durable par Dexia

La prise en compte par Dexia du développement durable dans la gestion des risques a pris une nouvelle dimension concrète en 2004, avec le recensement systématique des informations relatives aux pertes et incidents opérationnels imposé par les accords de Bâle II. Sept catégories d'événements doivent être considérées, dont deux sont directement liées à la problématique du développement durable :

- Situation de non respect de la réglementation sociale

²¹¹ D'après Ibid, p. 89

²¹² Vérité est un organisme à but non lucratif fondé en 1995, qui réalise des audits sociaux et des travaux de recherche au travers d'un réseau de coordinateurs régionaux de terrain chargés de la sélection, de la formation et de la direction des équipes d'auditeurs. Vérité travaille en partenariat avec des ONG dans les domaines de la recherche, du travail, des droits de la femme et du développement communautaire. www.verite.org. Cité par l'ORSE, *op. cit*, p. 87

²¹³ Ibid, p. 87

²¹⁴ A. Mach, Covalence, *Le pouvoir des ONG sur les entreprises : pression, partenariat, évaluation*, 2002, <http://www.covalence.ch/docs/annCHTMfr.pdf>

²¹⁵ MEDEF, Annexe 6 : Position du MEDEF sur les relations entreprises ONG in ORSE, *op. cit*, p. 120-124

• Cas dans lesquels la banque n'a pas respecté ses obligations professionnelles vis-à-vis d'un client ou d'une contrepartie professionnelle. http://www.dexia.com/docs/2005/20050511_AG/VoletC_FR/20050511_VoletC_FR.pdf
Source : Orse, Gestion des risques et contrôle interne, Bonnes pratiques, 2006
<http://www.orse.org/>

3- L'influence des ONG dans la publication des informations financières et environnementales.

L'influence des ONG environnementales et sociales dans l'élaboration des indicateurs de performance économique et financière porte sur trois axes principaux : Eviter des situations à risque coûteuses, influencer les actionnaires dans leurs choix quotidiens, offrir un projet qui permette de bâtir une confiance durable.

Total, conscient de son déficit d'image en termes d'implication environnementale, s'est retrouvé dans l'obligation de « rebâtir » la confiance. Dans le cadre d'un guide sociétal local, établi en 2004, le groupe Total relevait que les facteurs clés du succès d'un partenariat relevaient de la consolidation d'une relation de confiance. « Il est communément admis que les piliers de cette relation sont la volonté de coopérer, le respect des engagements, une communication ouverte sur la transparence. La confiance ne peut se construire que progressivement (...) ». Total a cherché à évaluer ces situations à risque, en constatant qu'une composante importante du risque opérationnel génèrait un impact potentiel sur les résultats financiers en accroissant sensiblement des coûts nouveaux, coûts cachés, coûts d'opportunité, retard de croissance. Ainsi, un retard de six mois sur la mise en service d'un investissement de 100 millions de dollars peut engendrer un manque à gagner de l'ordre de 4 millions de dollars. Total précisait que ce risque pouvait se matérialiser par des délais ou des refus d'obtention de permis, des sabotages d'installation, des campagnes médiatiques organisées par des ONG, une atteinte à la réputation du groupe, des contentieux et des procès avec les riverains et une augmentation des primes d'assurance²¹⁶. Le risque majeur repose néanmoins sur la perte de confiance des actionnaires lorsque des projets avortent et que des coûts de transaction génèrent une atteinte à la rentabilité des capitaux propres²¹⁷.

Afin de réduire les coûts d'opportunité induits par une image de marque ternie, la labellisation offre aux sociétés l'opportunité de crédibiliser leur démarche qualitative. Les normes ISO authentifient les efforts entrepris.

B- Les normes ISO

Le décret 84.74 du 26 janvier 1984 dispose que « la normalisation a pour objet de fournir des documents de référence comportant des solutions à des problèmes techniques et commerciaux concernant les produits et services, qui se posent de façon répétée dans les relations entre les partenaires économiques, scientifiques, techniques et sociaux ».

L'ONG ISO a donné une réponse à l'imperfection de l'information diffusée par les entreprises dans les domaines sociaux et environnementaux en élaborant des référentiels d'application volontaire qui offrent une certaine garantie pour les parties prenantes. Les normes ISO

²¹⁶ D'après Total, Guide sociétal local, 2004

²¹⁷ Le ratio de rentabilité des capitaux propres est égal au résultat net comptable divisé par les capitaux propres. Cet indicateur qui doit être supérieur à 14 % constitue une référence « incontournable ».

constituent des outils de rationalisation de la production, garantissant la sécurité aux agents économiques qui s'y réfèrent et les appliquent.

Il importe donc de relever le positionnement spécifique de l'ISO dans le processus d'élaboration des normes (1) et de dégager l'utilité que les entreprises peuvent y trouver en les appliquant (2).

1- Positionnement de l'ISO comme entité normative

L'ISO est un réseau d'instituts nationaux de normalisation de 154 pays, selon le principe d'un membre par pays, dont le Secrétariat central, situé à Genève, assure la coordination d'ensemble. L'ISO est une ONG dont les membres ne sont pas, comme dans le système des Nations Unies, des délégations des gouvernements nationaux. « L'ISO occupe néanmoins une position privilégiée entre les secteurs public et privé. La raison tient à ce que l'ISO compte dans ses membres de nombreux instituts faisant partie de la structure gouvernementale de leur pays ou mandatés par leur gouvernement et d'autres organismes issus exclusivement du secteur privé, établis par des partenariats d'associations industrielles au niveau national »²¹⁸.

Par conséquent, l'ISO peut se positionner en qualité d'organisation de liaison permettant d'établir « un consensus sur des solutions répondant aux exigences du monde économique et aux besoins de la société, notamment ceux de parties prenantes comme les consommateurs et les utilisateurs ». Il importe de relever cependant « qu'un tribunal de commerce suédois a considéré que la norme ISO 14021 relative aux autodéclarations environnementales pouvait être regardée comme intégrée au droit suédois en tant que coutume internationale »²¹⁹.

L'ISO a initié un processus de réflexion sur la responsabilité sociétale des entreprises. L'auteur s'appuie sur un rapport de la Commission des consommateurs de l'ISO concluant qu'« une norme ISO de système de management pour la responsabilité sociétale était tout à la fois souhaitable et réalisable du point de vue des entreprises, du personnel, des citoyens, de la communauté et du gouvernement »²²⁰. Les travaux d'élaboration de la future norme en matière de RSE ont débuté en mars 2005 et doivent s'achever au printemps 2008 avec la publication de l'ISO 26000²²¹.

2- Les normes ISO sont des normes d'application volontaire

Les normes ISO sont volontaires. L'ISO n'est pas investie de l'autorité nécessaire à leur entrée en vigueur. Les normes adoptées concernent principalement la santé, la sécurité ou l'environnement et servent de base technique. Les pays doivent ensuite, pour leur donner une force juridique, les ratifier ou les intégrer dans le cadre de leurs règlements.

²¹⁸ <http://www.iso.org/iso/fr/aboutiso/introduction/index.html>

²¹⁹ F. G. Trebule, *Entreprise et développement, durable*, La semaine juridique, Edition entreprise et affaires, n°27, 3 juillet 2008, p. 39

²²⁰ Commission des consommateurs de l'ISO, *The Desirability and Feasibility of ISO Corporate Social Responsibility Standards, Final Report, prepared by the "Consumer Protection in the Global Market" Working Group of the ISO Consumer Policy Committee (COPOLCO)*, May 2002, http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/isoreport.pdf, 77p. Cité par K. Delchet, *Développement durable. L'intégrer pour réussir. 80 PME face au SD 21000*, AFNOR, juin 2007, p. 71

²²¹ Les travaux de normalisation vont s'appuyer sur des documents existants et notamment le guide AFNOR SD 21000.

L'ISO, dans le cadre d'une description générale de son système, reconnaît que « de telles adoptions sont des décisions souveraines des autorités réglementaires ou des gouvernements des pays concernés. L'ISO elle-même n'a aucun pouvoir réglementaire ou législatif. Néanmoins, même si les normes ISO sont de nature volontaire, elles peuvent devenir des exigences du marché, comme ce fut le cas pour les normes de la série ISO 9000 relative aux systèmes de management de la qualité, pour les normes relatives aux dimensions des conteneurs pour marchandises et celles relatives aux cartes bancaires ». Ces exigences de marché conduisent l'ISO à affirmer que « les entreprises qui ont recours aux normes internationales peuvent de plus en plus librement accéder à des marchés beaucoup plus nombreux dans le monde » car l'adoption répandue des normes internationales signifie que les fournisseurs peuvent baser le développement de leurs produits et services sur des spécifications qui bénéficient d'une large acceptation dans leurs secteurs. C'est en ce sens que l'impact général de l'application de normes ISO agit sur les indicateurs financiers des groupes qui sont labellisés dans la mesure où ils gagnent la confiance des consommateurs et des investisseurs.

3- Les normes ISO environnementales et sociales

Les normes des familles ISO 9000 et ISO 14000 sont mises en œuvre par quelque 887 770 organismes dans 161 pays. ISO 9000 est une norme internationale pour les exigences de management de la qualité dans les relations interentreprises et ISO 14000, une norme en matière d'environnement.

La famille ISO 9000 traite principalement du « management de la qualité en visant à répondre principalement aux exigences qualité du client et aux exigences réglementaires applicables. La famille ISO 14000 porte sur le "management environnemental ». L'objectif étant de réduire au minimum les effets dommageables de ses activités sur l'environnement, et de réaliser une amélioration continue de ses performances environnementales.

L'application d'un référentiel ISO est de nature à améliorer l'image de marque d'une entreprise en rassurant ses clients par l'obtention d'un label de qualité. L'impact sur la qualité de l'information financière est indirect dans la mesure où les efforts de développement d'une démarche qualitative apparaissent dans le rapport de gestion et les fruits de la confiance des consommateurs se traduisent par des impacts financiers non négligeables. La labellisation demeure alors un argument de vente.

Conscientes de l'interconnexion entre informations financières et environnementales, les sociétés peuvent adopter le référentiel de la *Global Reporting Initiative* (GRI)

Encadré n° 3 : Les fondements de l'ISO 14001:2004

L'ISO 14001:2004 spécifie les exigences relatives à un système de management environnemental permettant à un organisme de développer et de mettre en œuvre une politique et des objectifs, qui prennent en compte les exigences légales et les autres exigences auxquelles l'organisme a souscrit et les informations relatives aux aspects environnementaux significatifs. Elle s'applique aux aspects environnementaux que l'organisme a identifiés comme étant ceux qu'il a les moyens de maîtriser et ceux sur lesquels il a les moyens d'avoir

une influence. Elle n'instaure pas en elle-même de critères spécifiques de performance environnementale.

L'ISO 14001:2004 est applicable à tout organisme qui souhaite établir, mettre en œuvre, tenir à jour et améliorer un système de management environnemental; s'assurer de sa conformité avec sa politique environnementale établie; et démontrer sa conformité à l'ISO 14001:2004 en

- a) réalisant une auto-évaluation et une autodéclaration, ou
- b) recherchant la confirmation de sa conformité par des parties ayant un intérêt pour l'organisme, telles que les clients, ou
- c) recherchant la confirmation de son autodéclaration par une partie externe à l'organisme, ou
- d) recherchant la certification/enregistrement de son système de management environnemental par un organisme externe.

Toutes les exigences de l'ISO 14001:2004 sont destinées à être intégrées dans n'importe quel système de management environnemental. Le degré d'application dépendra de divers facteurs, tels que la politique environnementale de l'organisme, la nature de ses activités, produits et services, et sa localisation et les conditions dans lesquelles il fonctionne.

L'ISO 14001:2004 fournit également, dans l'Annexe A, des lignes directrices informatives pour son utilisation.

Source :

http://www.iso.org/iso/fr/iso_catalogue/catalogue_ics/catalogue_detail_ics.htm?csnumber=31807

C- La Global Reporting Initiative (GRI)

Le développement durable d'une société équilibrée repose sur une qualité de vie conciliant le commerce avec le respect des droits humains et de l'écologie ; le référentiel de la GRI a ainsi le mérite d'accompagner et de faire réfléchir les entreprises à leur mission économique sociale et environnementale (1). La crise des subprimes doit contribuer à une prise de conscience sur les imperfections et incohérences d'une vision introvertie sur les valeurs véhiculées par les marchés financiers. Le référentiel de La GRI offre la possibilité par une fusion avec les normes IFRS et US GAAP de positionner la quête de transparence de l'information financière comme dépendante des externalités positives ou négatives générées (2).

1- Positionnement normatif de la GRI

La *Global Reporting Initiative* (GRI), est une initiative démarrée aux Etats-Unis en 1997 par le CERES²²² et le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE). La mission consiste à développer, avec le concours de nombreuses parties prenantes et d'experts (entreprises, ONG, syndicats, organisations internationales comme le PNUE), un référentiel en matière de reporting. Celui-ci vise à accompagner les entreprises dans la préparation de leurs rapports en matière de « responsabilité sociale » ou de « développement durable » en proposant un format standard pour faciliter les comparaisons entre entreprises d'un même

²²² CERES : Réseau national de fonds d'investissement, d'organismes environnementaux et autres groupes d'intérêt publics oeuvrant pour la gestion environnementale des entreprises

secteur d'activité. La GRI incorpore la participation active des sociétés, des ONG, des organismes de comptabilité, des associations d'hommes d'affaires, et d'autres parties prenantes originaires du monde entier.

La troisième version des lignes directrices, publiée en octobre 2006, traduit une évolution vers une normalisation plus précise et plus centrée sur les attentes des investisseurs et des agences de notation extra-financière.

« La GRI apparaît actuellement comme la plus avancée et la plus visible auprès des instances nationales ou internationales se préoccupant de RSE. (...) La GRI se présente avant tout comme une « organisation « multiparties prenantes » (experts des entreprises, syndicats, ONG, investisseurs, cabinets de comptabilité et d'audit), chargée de la préparation ou de la révision des lignes directrices. L'influence, au sein de ces groupes d'experts, reste très anglo-saxonne »²²³. La troisième version des lignes directrices de la GRI, en octobre 2006, évolue vers une normalisation précise et centrée sur les attentes des investisseurs et des agences de notation extra-financière. D'où l'adoption d'une démarche anglo-saxonne s'imprégnant fortement du cadre conceptuel des normes comptables de l'IASB. Ce qui a pour conséquence de privilégier les intérêts des investisseurs et de renvoyer les autres parties prenantes au second plan.

La première partie des lignes directrices GRI3 donne les cadres conceptuels et les principes, qui permettent de définir le contenu du rapport et de déterminer la qualité de l'information. Les principes adoptés pour définir le contenu du rapport se décomposent en quatre sous-ensembles. Premièrement, l'inclusivité, c'est-à-dire le fait d'identifier les parties prenantes et d'expliquer comment l'entreprise a répondu à leurs attentes dans le rapport ; deuxièmement, la pertinence et la matérialité ; les questions traitées dans le rapport sont en effet susceptibles d'influencer sensiblement les décisions des utilisateurs du rapport ; la matérialité, quant à elle, représente le seuil à partir duquel une question acquiert une importance suffisante, elle permet d'évaluer la priorité relative des questions et indicateurs ; troisièmement, le contexte de développement durable ; l'entreprise doit restituer ses performances par rapport à la durabilité environnementale ou sociale au niveau local, national ou mondial ; enfin quatrièmement, l'exhaustivité relative aux domaines couverts par le périmètre des entités sur lesquelles elle exerce son influence et la dimension temporelle inhérente à l'impact dans le temps de ses activités. Les principes définissant la qualité de l'information, conformément au cadre conceptuel de l'IASB, relèvent d'appréciations très générales comme « l'équilibre, l'exactitude, la comparabilité, l'opportunité, la clarté, l'assurabilité (auditabilité) »²²⁴.

La seconde partie du cadre conceptuel GRI porte sur des éléments standards regroupés autour de cinq axes :

1. La stratégie d'analyse, c'est-à-dire les déclarations du PDG portant sur la vision et la stratégie, les priorités, les objectifs à court et moyen terme, les performances, la description des principaux risques et opportunités et l'explication de la hiérarchisation des enjeux ;
2. Le profil de l'organisation, c'est-à-dire le nom, les activités, les marques, les implantations, la taille et la structure ;
3. Les paramètres du rapport visant à intégrer la période, les méthodes et changements éventuels, les processus de hiérarchisation des questions ;

²²³ M. Capron, F. Quairel-Lanoizelée, *op. cit.*, p. 104

²²⁴ D'après les lignes directrices GRI3, octobre 2006, www.globalreporting.org

4. La gouvernance, obligation et engagement portant sur le rôle des comités d'audit, les liens entre rémunération des dirigeants et performances sociétales, la mise en place de l'organe en charge du management de la RSE ;
5. L'approche managériale à propos des indicateurs de performances économiques, environnementales et sociales²²⁵.

Encadré n° 4 : Synthèse des éléments d'information requis devant figurer dans les rapports de développement durable

Les Lignes directrices identifient trois catégories d'informations pertinentes et importantes pour la majorité des organisations, et utiles pour la plupart des parties prenantes, dans les domaines suivants :

- **Stratégie et profil :**

Éléments d'information établissant le contexte global nécessaire à la compréhension de la performance de l'organisation tels que sa stratégie, son profil et sa gouvernance.

- **Approche managériale :**

Éléments expliquant la manière dont l'organisation traite d'un ensemble de thèmes défini afin de fournir le contexte nécessaire à la compréhension.

- **Indicateurs de performance :**

Indicateurs fournissant des données de comparaison sur la performance économique, environnementale et sociale de l'organisation.

Source : GRI, Lignes directrices pour le *reporting* développement durable, Version 3.0, 2000-2006, p. 5

Le référentiel de la GRI s'inscrit dans une logique anglo-saxonne ; l'ORSE²²⁶ note que le système français, au travers de la loi sur les nouvelles régulations économiques, et le GRI comportent des différences sensibles. La GRI interroge les entreprises sur leur politique en matière de discrimination positive ; le décret d'application de la loi NRE n'y fait pas référence car la culture française proscriit la discrimination, qu'elle soit positive ou non. Dans la GRI, le thème de la rupture du contrat de travail n'est quasiment pas abordé et le seul indicateur qui y fasse référence ne relève pas, selon la GRI, du thème de l'emploi, mais de celui des relations sociales. En matière de santé et de sécurité, les demandes de la GRI et du décret d'application de la loi NRE sont relativement proches. Cependant, la GRI fait de l'absentéisme un thème directement rattaché à celui de la santé et de la sécurité tandis que dans le décret d'application de la loi NRE, il est lié à celui de l'organisation du temps de travail et donc de l'emploi. Globalement, deux philosophies juridiques distinctes s'affrontent ; la loi NRE est impérative et de portée générale, le référentiel de la GRI, d'application volontaire, vise à renseigner les parties prenantes de l'entreprise et plus spécifiquement les actionnaires. Si le référentiel GRI repose sur le double principe de pertinence et de matérialité, les ambiguïtés relatives aux critères de performance attendus en termes d'intérêt général et d'intérêt des parties prenantes ne sont pas levées. Pour leur part, les cadres juridiques européens et nationaux aident à lever tout ou partie des ces ambiguïtés.

²²⁵ Ibid.

²²⁶ ORSE, Reporting social international, octobre 2004, p. 71

Encadré n° 5 : Guide de détermination du périmètre d'un rapport²²⁷

Une organisation doit non seulement définir le contenu de son rapport mais également déterminer les entités (filiales et coentreprises, etc.) qu'elle prendra en compte pour sa performance. Le périmètre du rapport de développement durable doit inclure les entités sur lesquelles l'organisation exerce un contrôle ou une influence significative à la fois au sein et via ses relations avec différentes entités en amont (chaîne d'approvisionnement, etc.) et en aval (distribution, clients, etc.).

Les définitions suivantes s'appliquent pour la délimitation du périmètre du rapport :

- Contrôle : pouvoir de diriger les politiques financière et opérationnelle d'une entreprise dans le but d'obtenir des avantages de ses activités.
- Influence notable : pouvoir de participer aux décisions relatives aux politiques financière et opérationnelle de l'entreprise sans avoir, toutefois, le pouvoir de les contrôler.

Les recommandations ci-dessous relatives à la délimitation du périmètre du rapport font partie intégrante de celui-ci au même titre que la définition du périmètre pour les indicateurs de performance individuelle.

Toutes les entités au sein de ce périmètre n'occuperont pas la même position dans le rapport. La manière de rendre compte d'une entité dépend, d'une part, du contrôle ou de l'influence qu'exerce l'organisation sur cette dernière, d'autre part, de la nature du sujet de l'information rapportée, suivant qu'il s'agisse de la performance opérationnelle, managériale ou d'une information narrative/descriptive.

Le guide de détermination du périmètre d'un rapport repose sur l'acceptation du postulat qu'une différence de relations implique une différence de niveau d'accès à l'information et peut agir sur les résultats. Par exemple, des informations opérationnelles telles que des données relatives aux émissions peuvent être compilées de façon sûre par des entités sous le contrôle d'une organisation mais ne seront peut-être pas mises à la disposition d'une coentreprise ou d'un fournisseur.

- Un rapport de développement durable doit inclure dans son périmètre toutes les entités générant des impacts significatifs (réels et potentiels) et/ ou toutes celles sur lesquelles l'organisation exerce un contrôle ou une influence notable en matière de politiques et pratiques financières et opérationnelles.
- Ces entités peuvent être intégrées au moyen soit d'indicateurs de performance opérationnelle, soit d'indicateurs de performance managériale ou de descriptions narratives.
- Au minimum, l'organisation doit inclure dans son rapport les entités suivantes à l'aide de ces deux démarches :
 - Les entités sur lesquelles l'organisation exerce un contrôle devront être intégrées dans les indicateurs de performance opérationnelle ;
 - et les entités sur lesquelles l'organisation exerce une influence significative seront intégrées dans les informations relatives à l'approche managériale.

Dans le cas d'une description narrative, le périmètre doit inclure des entités sur lesquelles l'organisation n'exerce pas de contrôle/d'influence significative mais qui sont associées à des défis clés pour l'organisation en raison de l'importance de leurs impacts.

- Le rapport doit rendre compte de toutes les entités incluses dans son périmètre. Lors de la préparation de son rapport, une organisation peut choisir de ne pas rassembler de données sur

²²⁷ Les recommandations relatives à la détermination du périmètre du rapport proviennent du Protocole de détermination du périmètre.

une entité ou un groupe d'entités spécifique au sein du périmètre défini sur la base de l'efficacité, à condition qu'une telle décision ne change pas de façon conséquente le résultat final ni l'indicateur.

Source : GRI, Lignes directrices pour le reporting développement durable, Version 3.0, 2000-2006, pp ; 17-19

2- L'utilité d'une fusion des référentiels IFRS et US GAAP avec la GRI

Dans le cadre d'un rapport des Nations-Unis sur les problèmes pratiques de mise en œuvre des IFRS, le Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication a relevé deux problèmes techniques majeurs²²⁸ :

1. Les normes comptables internationales sont basées sur des principes ce qui peut conduire à des applications différentes selon les pays ;
2. L'évaluation à la juste valeur dépend de la liquidité des marchés. En effet, « plus les marchés sont liquides, plus ils sont aptes à fournir l'information nécessaire pour refléter fidèlement la valeur intrinsèque de l'élément à mesurer. Mais dans la réalité, la liquidité des marchés de capitaux dans le monde est très variable. Les transactions sur certains marchés et la négociation de certains instruments sont parfois si faibles qu'on ne dispose pas toujours d'une information récente concernant le marché »²²⁹.

L'incomplétude technique du référentiel IFRS remet en cause alors la légitimité de normes inféodées à des marchés financiers non efficaces dont la principale conséquence consiste à ne pas fédérer les utilisateurs de ces normes autour de valeurs communes. La recherche d'une compréhension et d'une perception commune induit la construction d'un cadre normatif orientée autour de valeurs communes or les marchés financiers véhiculent des critères d'évaluation et non des valeurs collectives.

A partir de ce constat et sans qu'il soit nécessaire de remettre en cause la fusion des normes IFRS avec les normes US GAAP, il est possible légitimement de se poser la question, pourquoi ne pas bâtir la construction de normes comptables internationales autour de la fusion de trois référentiels, les normes IFRS, Les normes US GAAP et les lignes directrices de la Global Reporting Initiative (GRI) ? La fusion des référentiels IFRS et US GAAP axés autour du concept d'efficacité des marchés financiers et l'intégration des cadres conceptuels de la GRI orientés autour du concept de responsabilité sociale d'entreprise serait de nature à endiguer les exubérances des marchés financiers tout en assurant la promotion du développement durable.

Un protocole international serait nécessaire pour fédérer l'ensemble des utilisateurs des informations comptables et financières censées refléter avec sincérité la réalité économique, sociale et environnementale de l'activité des sociétés.

Ce « protocole international de bonne gouvernance de l'information financière » devrait ensuite être ratifié par les parlements nationaux des Etats signataires et s'imposerait comme un déterminant essentiel de la démocratisation et de la régulation des marchés financiers. Les valeurs communes ne seraient plus l'apanage de groupes privés mais le fruit d'une prise de

²²⁸ Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Nations Unies, 21-23 novembre 2005, 22^e session.

²²⁹ Ibid, p. 18

décision collective redonnant à la souveraineté nationale toute sa légitimité et force de contrôle.

Le premier niveau de ce « protocole international de bonne gouvernance de l'information financière » reposerait sur un préambule contenant trois concepts clés :

1. L'information financière est un bien public au service de l'intérêt général ;
2. L'information financière et comptable doit refléter avec sincérité et exactitude l'activité économique, sociale et environnementale des sociétés ;
3. Le résultat net comptable doit intégrer les externalités positives et négatives générées par les activités de la société.

Le second niveau de ce protocole serait construit à partir des lignes directrices des indicateurs de la responsabilité d'entreprise dans les rapports annuels du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication.²³⁰

Quatre critères de qualité seraient retenus :

1. La comparabilité ;
2. La pertinence et caractère significatif ;
3. L'intelligibilité ;
4. La fiabilité et vérifiabilité.

Cinq principes directeurs seraient développés :

1. Universalité pour optimiser la comparabilité ;
2. Approche progressive ;
3. Capacité d'être mesuré de manière cohérente ;
4. Prééminence de l'impact sur le processus ;
5. Liens avec le développement durable.

Le troisième niveau de ce protocole serait réalisé à partir de la fusion effective des normes IFRS, US GAAP et des lignes directrices de la *Global Reporting Initiative* (GRI).

Conclusion du chapitre 1 :

Le développement du concept de RSE et sa traduction financière par L'ISR conduisent les dirigeants à assumer leurs responsabilités pour protéger l'environnement interne et externe de leurs sociétés.

Conscientes de l'insuffisante prise en compte des conséquences économiques des actes des sociétés sur l'environnement, de nombreuses organisations non gouvernementales (ONG) s'impliquent et veillent à ce que soient correctement évalués les comportements à risque.

L'action des ONG est déterminante pour forger une conscience collective et conditionner les sociétés cotées à adopter un comportement à la fois respectueux du développement durable et vertueux. Leur action ne saurait cependant être pleinement efficace sans le soutien des autorités publiques dans leur capacité à légiférer et réglementer

²³⁰ Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Nations Unies, 10-12 octobre 2006, 23^e session.

Chapitre 2 : Les cadres juridiques européens et nationaux garants de la transparence de l'information sociale et environnementale dans les documents comptables et financiers

Plan du chapitre :

I- Les sources européennes

A- Les normes élaborées et pilotées par la Commission européenne

1. Le cadre général
2. La prise en compte spécifique de l'évaluation des dépenses environnementales

B- Les sources européennes d'application volontaire

II- Les sources normatives d'origine nationale

A- Le rapport de gestion

1. Les cadres juridiques de l'intégration des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion
2. L'analyse critique de la diffusion des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion
3. Le contrôle des données environnementales et sociales contenues dans le rapport de gestion

B- Le rapport sur le contrôle interne

C- Le document relatif à l'évaluation des risques pour la santé et la sécurité des travailleurs dans l'entreprise (document unique)

1. Cadre normatif
2. Forme et contenu du document unique
3. Consultation du document
4. Sanctions

D- Le bilan social

1. Cadre juridique
2. Contenu informationnel
3. Sanctions en cas de non-publication

E- Elaboration d'un bilan environnemental en situation de procédures collectives

F- L'affaire Rhodia, le contre-exemple de l'importance du reporting environnemental

Conclusion du chapitre 2 :

Résumé :

Les cadres normatifs d'origine européenne et nationale constituent les vecteurs de traduction plus ou moins fidèles de l'influence des actes économiques sur l'environnement et les ressources humaines. L'élaboration d'une information inhérente au développement durable s'impose en conséquence comme un instrument efficace de gouvernance.

L'Union européenne, par l'action de la Commission européenne et du Parlement européen, a rapidement intégré la nécessité de prendre en compte et de rendre compte des informations environnementales et sociales contenues dans les documents comptables et financiers. L'objectif des cadres normatifs européens étant de développer la comparabilité des informations financières et comptables mais également sociétales (I). Sur le plan national, la

France a montré dans la loi sur les nouvelles régulations économiques sa volonté de guider par des normes obligatoires et contraignantes l'action des sociétés dans l'élaboration de leur rapport de gestion notamment (II).

I- Les sources européennes

Les normes européennes s'inscrivent dans une logique de technicité qui rend le concept de RSE à la fois concret et opérationnel en plaçant l'information au cœur des préoccupations communes.

L'Union européenne est ainsi à l'origine de textes d'application obligatoire qui doivent être transposés par les Etats membres, à l'instar de la directive 2003/51/CE²³¹, de sources d'application directe comme la Recommandation 2001/453/CE (A) et d'incitations pilotées par des ONG environnementales, qui élaborent des normes d'application volontaire dont la caractéristique commune est de rester relativement fidèles aux recommandations de la Commission européenne (B).

A- Les normes élaborées et pilotées par la Commission européenne

Le Livre vert de la Commission européenne, publié en juillet 2001, suggère de prendre en compte les aspects environnementaux et sociaux des informations contenues dans le rapport de gestion annuel. La Commission européenne, consciente de la nécessité de fixer un cadre pertinent pour évaluer les biens environnementaux, proposa une définition commune et un mode opératoire dans le cadre d'une simple recommandation 2001/ 453/CE non obligatoire. La directive 2003/51/CE finalisa cette démarche. Les Etats membres devant transposer le texte.

Il convient donc de retracer le cadre général des dispositions actuelles et de souligner l'importance d'un modèle d'évaluation des dépenses environnementales.

1. Le cadre général

Le Livre vert de la Commission européenne, publié en juillet 2001, trace pour la première fois les grandes lignes d'un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises²³². Le livre vert publié le 29 juin 2007 souligne indirectement le rôle stratégique des entreprises privées face au changement climatique en Europe²³³. La Commission européenne cherche à dégager un consensus pour que la responsabilité sociale des entreprises puisse reposer sur des informations et des procédures d'audit fiables. Mais, force est de constater que peu d'entreprises fournissent des informations sur leurs politiques et performances, la gestion de leurs ressources humaines, la consultation et la formation du personnel ou la responsabilité du conseil d'administration. En conséquence, la Commission européenne invite les pouvoirs publics à s'investir et cite en exemple l'indice social danois, outil conçu par le ministère des affaires sociales pour évaluer la manière dont une entreprise assume ses responsabilités

²³¹ Directive 2003/51/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2003²³¹ modifiant les directives 78/660/CEE, 83/349/CEE et 91/674/ CEE du Conseil sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés, des banques et autres établissements financiers et des entreprises d'assurance

²³² Commission européenne, Direction générale de l'emploi et des affaires sociales, Livre vert, Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises, juillet 2001, 36 p.

²³³ Commission européenne, Livre vert, Adaptation au changement climatique en Europe: les possibilités d'action de l'Union européenne, 29 juin.2007, 32 p.

sociales. Cet indice, exprimé sous la forme d'un chiffre allant de 0 à 100, indique aisément aux salariés et aux parties prenantes externes d'une entreprise quel est le niveau de responsabilité sociale de celle-ci²³⁴.

La France est également citée en exemple, grâce à l'article 64 de la loi sur les nouvelles régulations économiques qui impose aux entreprises de tenir compte des conséquences sociales et environnementales de leurs activités dans leur rapport annuel.

La Commission européenne constate cependant la grande diversité dans les approches et relève que « face à la diversité des codes de conduite, SAI (*Social Accountability International*) a mis au point une norme sur les conditions de travail et un système de vérification indépendante des entreprises. Cette norme « *Social Accountability International 8000* (SA800) » et son système de vérification s'inspirent de stratégies éprouvées d'assurance qualité (telles que celles utilisées pour les normes ISO 9000) en y ajoutant plusieurs éléments que les experts internationaux des droits de l'homme ont jugé essentiels à un audit social »²³⁵.

La Commission européenne insiste pour que les informations communiquées fassent l'objet d'une vérification par des organismes tiers indépendants afin « d'éviter que ces rapports ne soient critiqués comme des instruments de relations publiques sans substance ».

Elle déplore également l'hétérogénéité des normes issues de processus de normalisation volontaires ou obligatoires, tout en relevant la difficulté d'appliquer les référentiels SA8000 ou ceux de la GRI, dans la mesure où ces initiatives ne tiennent pas compte des spécificités et cultures locales.

Dans son rapport de juillet 2002 sur la contribution des entreprises au développement durable²³⁶, la Commission européenne insiste sur la nécessité d'œuvrer à la transparence et à la comparabilité des informations diffusées dans le cadre des pratiques de la responsabilité sociale des entreprises. « La transparence est une composante essentielle du débat sur la RSE, puisqu'elle aide ces dernières à améliorer leurs pratiques et leur comportement. La transparence aide également les entreprises et les parties prenantes à mesurer les résultats obtenus »²³⁷. Pour y parvenir, des normes de gestion doivent être élaborées autour de rapports permettant l'évaluation de la mesure de la performance. Il importe de développer « une triple approche » d'indicateurs économiques, sociaux et environnementaux chargés de rendre compte des pratiques mises en œuvre. La commission cite le rapport Gyllenhammar intitulé « gérer le changement » qui évoque la nécessité d'élaborer des rapports sociaux en consultation avec les représentants des salariés et d'y inclure des informations structurées sur les pratiques et les politiques liées à l'emploi et aux conditions de travail.

Ces rapports préfigurent la directive 2003/51/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2003²³⁸. Elle directive s'inscrit dans l'approche proposée par la recommandation 2001/453/CE de la Commission du 30 mai 2001²³⁹ concernant la prise en considération des aspects

²³⁴ D'après Ibid, pp. 19-20

²³⁵ Ibid, p. 20

²³⁶ Commission européenne, Direction générale de l'emploi et des affaires sociales, La responsabilité sociale des entreprises, une contribution des entreprises au développement durable, juillet 2002, 34 p.

²³⁷ Ibid, p. 17

²³⁸ La directive 2003/51/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2003²³⁸, modifiant les directives 78/660/CEE, 83/349/CEE et 91/674/ CEE du Conseil sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés, des banques et autres établissements financiers et des entreprises d'assurance, prend en considération les aspects environnementaux, JOCE L 178 du 17.7.2003, p. 16

²³⁹ JOCE L 156 du 13.6 2001, p. 33

environnementaux dans les comptes et rapports de gestion des sociétés : inscription comptable, évaluation et publication d'information.

Les considérants n°1 et n°9 rapportent « que la comparabilité des états financiers établis par les sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé constitue un objectif central pour améliorer la transparence des informations comptables et financières délivrées »²⁴⁰.

Le considérant n° 9 de la directive 2003/51/CE énonce que « le rapport de gestion annuel et le rapport consolidé de gestion annuelle sont des éléments importants d'information financière. Il est nécessaire de renforcer, en s'inspirant des meilleures pratiques actuelles, l'obligation qu'ils comportent de présenter un exposé fidèle sur l'évolution des affaires et la situation de la société, en accord avec le volume et la complexité de ces affaires, pour promouvoir, en fournissant des indications supplémentaires sur l'information requise par la notion « d'exposé fidèle », une plus grande cohérence de cette information. Celle-ci ne devrait pas se limiter aux seuls aspects financiers de la vie de la société. Il est entendu que cette approche devrait mener, le cas échéant, à une analyse des aspects sociaux et environnementaux nécessaires à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation de la société ». En l'occurrence, le rapport de gestion, établi selon les prescriptions du Code de commerce, reprend ces axes essentiels.

La Recommandation de la Commission du 30 mai 2001 constitue en fait le cadre normatif le plus abouti en termes de prise en compte des données environnementales et sociales. Constatant la défaillance de repères normatifs lorsque les sociétés publient des données environnementales, le considérant n° 5 souligne que « la valeur des informations est pour le moins relativisée par l'absence d'un corps de règles de divulgation connues et acceptées qui inclurait les définitions et concepts nécessaires pour le traitement des questions d'environnement ». En conséquence, la Commission a élaboré ces recommandations pour que les utilisateurs des états financiers puissent recevoir des informations comparables et pertinentes sur les questions d'environnement, ce qui ne pourra que renforcer l'efficacité des actions communautaires dans le domaine de la protection de l'environnement (considérant n°10). L'orientation de la Recommandation de la Commission appelle la remarque suivante : l'efficacité de la protection de l'environnement dépend de la transparence des documents comptables et financiers dont les principales qualités doivent être la pertinence et la comparabilité. Le considérant n° 12 introduit le constat que la publication d'informations est considérée comme un élément clé qui favorise la transparence de l'information.

En conséquence, l'article 4 de la Recommandation précise que la publication d'informations dans le rapport annuel (rapport de gestion) et le rapport annuel consolidé devrait aborder les sujets suivants :

1. La politique et les programmes adoptés par l'entreprise en matière de protection de l'environnement, en particulier pour ce qui est de la prévention de la pollution (...);
2. Les améliorations réalisées dans les domaines clés de la protection de l'environnement (...);

²⁴⁰ La présente directive s'appuie sur le règlement CE n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (IAS). Le règlement a prévu qu'à partir de 2005 toutes les sociétés cotées devront élaborer leurs comptes consolidés conformément aux IAS adoptées à cet effet par la communauté.

3. Le degré de mise en œuvre des mesures de protection qui ont été prises ou sont en cours d'introduction pour se conformer à la législation en vigueur ou pour anticiper une future modification déjà convenue des obligations légales (...) ;
4. Lorsque cela est approprié et pertinent, eu égard à la nature et à l'échelle de l'activité de la société et aux problèmes environnementaux associés à cette activité, des informations sur les performances environnementales de l'entreprise en matière, notamment, de consommation d'énergie, de matières et d'eau, d'émissions et d'élimination des déchets (...);
5. Si la société publie un rapport environnemental séparé contenant des informations environnementales quantitatives ou qualitatives plus détaillées ou supplémentaires, il convient également de mentionner ce rapport (...).

La finalité générale des ces informations consiste à permettre aux utilisateurs des rapports annuels de déterminer dans quelle mesure la protection de l'environnement fait partie intégrante des politiques et activités de l'entreprise ; c'est la raison pour laquelle les informations fournies peuvent se référer à l'adoption d'un système de protection de l'environnement ainsi qu'à l'obligation de se conformer à un ensemble donné de normes ou de certifications associées. Des informations techniques peuvent être délivrées comme, par exemple, la performance de l'entreprise en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre dans le cadre d'un plan quinquennal.

Pour les informations devant figurer au bilan, la Commission propose que les provisions soient mentionnées et souligne qu'il est préférable que les passifs environnementaux fassent l'objet d'une mention séparée au bilan.

La publication d'informations environnementales dans l'annexe et les comptes annuels doit comporter une description des méthodes d'évaluation et de calcul des corrections de valeur utilisées en ce qui concerne les aspects environnementaux de même que des précisions sur les dépenses exceptionnelles imputées au compte des profits et pertes.

La directive du 18 juin 2003 et la Recommandation de la Commission du 30 mai 2001 « marquent d'une certaine manière la vigueur de la conception réglementaire. Il apparaît bien que, s'il est essentiel de laisser une certaine marge de manœuvre aux acteurs, dans le cadre d'approches volontaires, la garantie de l'information dispensée, de son homogénéité, de sa « comparabilité », et son contrôle imposent une formalisation réglementaire qui encadre la prise en compte d'aspects désormais reconnus comme essentiels non seulement du point de vue « sociétal » mais aussi du strict point de vue du droit des affaires »²⁴¹.

Encadré n° 1 : Adaptation des entreprises au changement climatique

Le besoin d'adaptation pourrait entraîner une profonde restructuration de certains secteurs économiques qui sont particulièrement dépendants des conditions météorologiques (par exemple l'agriculture, la sylviculture, les énergies renouvelables, l'eau, la pêche et le tourisme) ou qui sont particulièrement exposés au changement climatique (par exemple les ports, les infrastructures industrielles et les implantations urbaines dans les zones côtières, les plaines d'inondation et les montagnes). Un dialogue structuré devrait être instauré avec les parties et la société civile concernées pour examiner systématiquement ces problèmes. Ce

²⁴¹ F. G. Trebule, *Entreprise et développement, durable, La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°6-7, 9 février 2006, p. 310

dialogue serait l'occasion d'un échange de points de vue et de conseils concernant des stratégies globales et coordonnées, y compris d'éventuelles mesures de restructuration et d'accompagnement.

En tant que partie prenante au programme européen sur le changement climatique (PECC), la Commission envisagera la création d'un groupe consultatif européen pour l'adaptation au changement climatique, qui devrait agir en tant que groupe d'experts de la Commission. Composé de décideurs, d'éminents scientifiques et de représentants des organisations de la société civile, ce groupe serait chargé de donner son avis sur les travaux de plusieurs groupes de travail spécifiques sur une période de 12 mois à partir de novembre 2007. Ce processus de consultation des parties intéressées pourrait couvrir les thèmes suivants: l'eau, la biodiversité, l'agriculture et la sylviculture, les ressources marines, l'industrie, la santé publique, les transports, l'énergie, la recherche, la technologie et l'innovation, les services financiers et les assurances, la politique de cohésion et les fonds régionaux, l'action extérieure et la coopération avec les pays non membres de l'UE, le recours aux instruments d'aménagement du territoire et l'aménagement de l'espace. La Commission pourrait assurer le secrétariat et présider les différents groupes de travail. Le groupe consultatif européen pourrait présenter son premier rapport à la mi-2008; la Commission pourra s'en inspirer pour l'élaboration de sa communication sur l'adaptation qui sera présentée d'ici à la fin 2008.

Source : Commission européenne, Livre vert, Adaptation au changement climatique en Europe: les possibilités d'action de l'Union européenne, 29 juin.2007, 32 p.

2. La prise en compte spécifique de l'évaluation des dépenses environnementales

La Recommandation 2001/ 453/CE²⁴² définit au paragraphe 2, alinéa 1 et 2, le concept de dépenses environnementales.

« Les « dépenses environnementales » peuvent résulter des mesures prises par une entreprise ou par d'autres qui agissent pour son compte dans le but de prévenir, de réduire ou de réparer les dommages que l'entreprise a occasionnés ou pourrait occasionner, par ses activités, à l'environnement. Ces coûts sont liés, entre autres, à l'élimination des déchets et aux efforts entrepris pour en limiter la quantité, à la lutte contre la pollution des sols, des eaux de surface et des eaux souterraines, à la préservation de la qualité de l'air et du climat, à la réduction des émissions sonores et à la protection de la biodiversité et du paysage. Seules les dépenses supplémentaires reconnaissables visant essentiellement les dépenses pouvant influencer favorablement sur l'environnement, mais qui ont avant tout pour objet de satisfaire d'autres besoins, par exemple d'améliorer la rentabilité, l'hygiène et la sécurité sur les lieux de travail ou de garantir l'utilisation sûre des produits fabriqués par l'entreprise ou l'efficacité de la production, doivent être exclues. Lorsque les dépenses supplémentaires ne sont pas dissociables d'autres coûts dont elles font, le cas échéant, partie intégrante, elles peuvent être estimées dans la mesure ou le montant qui en résulte répond à la condition énoncée ci-dessus, à savoir viser essentiellement à prévenir, réduire ou réparer les dommages occasionnés à l'environnement » (Annexe 2. al. 2.). « Les coûts encourus du fait d'amendes ou de pénalités pour non-respect de la législation dans le domaine de l'environnement, de même que les

²⁴² Recommandation 2001/ 453/CE de la Commission du 30 mai 2001²⁴² concernant la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes et rapports de gestion des sociétés, JOUE L 156 du 13.6 2001, p. 33

dédommagements versés pour des dommages matériels ou corporels résultant de la pollution de l'environnement sont exclus de cette définition » (Annexe 2. al. 3.).

La définition juridique des dépenses environnementales soulève la question de la qualification des biens environnementaux. La science économique répond par des approches plurielles mettant en évidence les principales caractéristiques²⁴³. La valeur économique d'un bien environnemental peut se décliner comme une « valeur d'usage » dont la finalité est liée aux services que peut fournir le bien, une « valeur de non-usage » renvoyant à des usages futurs qu'il convient de préserver indépendamment de tout usage présent. Le bien environnemental peut disposer d'une « valeur de legs » dans la mesure où son usage révèle une utilité pour nous-mêmes mais également pour les générations futures. Une « valeur d'existence est attachée au maintien du bien indépendamment de ses usages futurs et présents »²⁴⁴.

La détermination d'une dépense environnementale correspond à une prise de décision dont le caractère peut être irréversible en termes d'habitudes ou de contraintes ; il s'ensuivra un gain potentiel qualifié par C. Henry de « valeur d'option » et par K. Arrow et A. Fisher de « valeur de quasi-option ». Ces auteurs remarquent que le coût de la décision irréversible est aussi un gain de la décision flexible, permis par la possibilité d'utiliser l'information future puisque l'ensemble des choix a été préservé. Ce gain représente alors la valeur conditionnelle de l'information. En d'autres termes, les décisions irréversibles sont des choix présentant des coûts spécifiques rendant inexploitable l'information future qui aurait montré l'inutilité de ces aménagements (construction d'un barrage, aménagement d'un canal)²⁴⁵.

A côté de ces normes obligatoires et de ces sources d'application directe, coexistent des sources d'application volontaire permettant aux entreprises de démontrer leur réelle implication environnementale.

B- Les sources européennes d'application volontaire

Les normes qualitatives intégrant une préoccupation directe de protection de l'environnement et de l'environnement social s'inscrivent dans la logique des normes ISO ; leurs conceptions approfondissent le concept de RSE sans toutefois privilégier l'impact de ces mesures sur l'élaboration de l'information financière.

Une étude a été menée en 2004 sous l'égide de la commission européenne afin de déterminer les éléments de convergence entre différents référentiels de RSE. L'étude a porté sur la comparaison des référentiels français, SD 21000, italiens, Q-RES, du Royaume-Uni de Grande Bretagne, AA 1000 et SIGMA et allemands, VMS²⁴⁶.

Il en émane trois approches qui permettent de comprendre l'évolution du concept de RSE et l'évolution à terme des composantes de l'information financière.

L'approche française (SD 21000) et britannique (SIGMA) portent « la vision selon laquelle la prise en compte des parties intéressées est une condition nécessaire mais pas suffisante pour

²⁴³ P. Bontemps, G. Rotillon, *L'économie de l'environnement*, éditions la Découverte, collection Repères, mai 2007, 119 p.

²⁴⁴ Ibid, p. 26

²⁴⁵ D'après ibid, p. 27

²⁴⁶ Commission européenne et CELE, *Contributing to the Convergence of CSR Management standards in Italy, Germany, France and the UK by developing and promoting a Common CSR Framework terminology and Management Tools*, agreement ref N° : VS/2003/0580, mars 2005, 136 p. cité par Karen Delchet, *op.cit*, p. 81

contribuer au développement durable »²⁴⁷. L'approche française pose le problème de la préservation des ressources, des déchets, du respect des principes universels, de la juste rétribution du travail et de l'éco-conception des produits. L'approche britannique du référentiel SIGMA se construit autour de la définition de cinq capitaux : le capital humain, le capital social, le capital naturel, le capital manufacturier et le capital financier.

La seconde approche, italienne (QRES) et britannique (AA 1000), considère que la responsabilité sociétale des entreprises s'exprime par la seule prise en compte des parties intéressées. L'approche italienne défend la vision du contrat social et la britannique la théorie des parties intéressées, c'est-à-dire que le dialogue avec les parties intéressées s'appuie sur des pratiques d'audit.

La troisième approche, allemande (VMS), est centrée sur le système de management où les principes de management sont traduits en termes de transparence et d'éthique des processus. La responsabilité sociétale se conçoit à travers le mode de gouvernance et des règles éthiques claires.

Il convient néanmoins de faire preuve de scepticisme : « les certifications sont généralement demandées par des donneurs d'ordre occidentaux à leurs fournisseurs ou sous-traitants dans des pays émergents qui ont la réputation de ne pas briller en matière de respect des droits humains au travail ou de respect de l'environnement. L'acheteur est censé s'assurer ainsi contre le risque de dénonciation de revente de produits dont la fabrication n'a pas respecté un minimum de règles sociales ou environnementales. La certification ou la labellisation est censée garantir au consommateur final la « qualité sociale » attendue. Pour le fournisseur, être certifié peut lui procurer un avantage compétitif sur ses concurrents et lui évite la multiplication des contrôles. En matière d'audit, règne une grande confusion car il n'existe pas encore de système d'accréditation d'auditeurs reconnu internationalement »²⁴⁸.

L'audit des pratiques environnementales et sociales constitue un préalable indispensable à la transparence des informations économiques, comptables et financières délivrées. En effet, le caractère pléthorique des labels ne peut qu'induire des pratiques très hétérogènes et des perceptions asymétriques des risques réels.

II- Les sources normatives d'origine nationale

La France apparaît comme un Etat contraignant préférant à l'approche volontariste une approche législative et réglementaire. L'état actuel du droit positif renforce ce sentiment de profusions des sources qui ne sont pas pour autant redondantes. Le rapport de gestion (A) et le rapport sur le contrôle interne (B) informent directement les actionnaires, le document unique (C) protège directement les salariés, le bilan social est au service des salariés (D), le bilan environnemental informe les éventuels repreneurs des sociétés en difficulté des risques écologiques (E). Ces documents multiples, générant des contraintes, n'empêchent cependant pas de constater que de réelles carences demeurent en matière de *reporting* environnemental, comme l'atteste le cas Rhodia (F).

A- Le rapport de gestion

Le rapport de gestion ou rapport du conseil d'administration ou du directoire est un document informationnel déterminant dans la recherche de la transparence économique, juridique,

²⁴⁷ K. Delchet, *op. cit* p. 85

²⁴⁸ M. Capron, F. Quairel-Lanoizelee, *op.cit*, mars 2007, p. 97

sociale et environnementale des sociétés. Son contenu éclaire, renseigne et conduit à la vigilance le cas échéant. Néanmoins, si les conditions normatives ne souffrent d'aucun biais, l'ORSE constate que la rédaction de ce document n'est pas uniforme et que l'hétérogénéité des informations ou leur absence pose de nombreux problèmes sur la pertinence des indicateurs de performance retenus. Les sanctions éventuelles constituent par ailleurs un frein bien limité à l'absence de respect partiel ou total des dispositions prévues à cet effet.

1. Les cadres juridiques de l'intégration des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion

L'intégration des questions environnementales dans l'élaboration des rapports du conseil d'administration ou du directoire s'est développée depuis la loi NRE du 15 mai 2001. Toutes les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont concernées. Ces obligations ont été renforcées avec l'adoption de la loi n° 2003-699 du 30 juillet 2003. En conséquence, l'article L. 225-102-2 du Code de commerce a imposé à certains exploitants d'installations classées (figurant sur la liste prévue au IV de l'article L. 515-8, C. env.) de mentionner dans le rapport annuel, indépendamment des exigences de l'article L. 225-102-2 du Code de commerce, des informations relatives à la politique de prévention du risque d'accident technologique menée, à la capacité de la société à couvrir sa responsabilité civile vis-à-vis des biens et des personnes du fait de l'exploitation de telles installations et de préciser les moyens prévus par la société pour assurer la gestion de l'indemnisation des victimes en cas d'accident technologique engageant sa responsabilité.

L'ordonnance n° 2004-1382 du 20 décembre 2004 « portant adaptation de dispositions législatives relatives à la comptabilité des entreprises et aux dispositions communautaires dans le domaine de la réglementation comptable » transpose en droit français la directive du 18 juin 2003 (dir. n°2003/51/CE modifiant les directives 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE et 91/674/CEE du Conseil sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés) et renforce, à partir du premier exercice ouvert à compter du 1er janvier 2005, le contenu du rapport de gestion dans les SA, SARL, SCA et SNC dont l'ensemble des parts sont détenues par une SARL, une SA ou une SCA (seules les SAS échappent au renforcement en cause)²⁴⁹.

« Le rapport du conseil d'administration ou du directoire devra désormais comprendre, outre une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société, dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats ou de la situation de la société et indépendamment des indicateurs clés de performance de nature financière, une analyse des indicateurs clés de performance de nature non financière ayant trait à l'activité spécifique de la société, notamment des informations relatives aux questions d'environnement et de personnel (C. com., art. L. 225-100, al. 3) avec, le cas échéant, des renvois aux montants indiqués dans les comptes annuels et des explications supplémentaires y afférentes (C. com., art. L. 225-100, al. 5). L'alinéa 4 de ce texte impose également que le rapport comporte une description des principaux risques et incertitudes auxquels la société est confrontée »²⁵⁰. Ainsi, « l'article L. 225-100-2 du Code de commerce renforce également, dans les sociétés établissant des comptes consolidés, l'obligation de présentation et d'analyse des indicateurs

²⁴⁹ F. G. Trebulle, *op. cit.*, pp 309-318

²⁵⁰ F. G. Trebulle, *op.cit.*, p. 310

clés de performance de nature extra financière (informations sociales et environnementales) ayant trait à l'activité spécifique des entreprises comprises dans la consolidation. En outre, le rapport doit préciser les principaux risques et incertitudes auxquels l'ensemble des entreprises ou groupes sont confrontés »²⁵¹.

L'obligation de donner au sein du rapport de gestion des informations non financières, notamment de nature sociale et environnementale, a été étendue aux sociétés qui ne sont pas cotées. Ces informations non financières devraient être réservées aux sociétés anonymes de taille non négligeable et dont le chiffre d'affaires serait de l'ordre de 30 000 000 euros (les deux autres critères seraient : bilan 15 000 000 euros ; effectif 250), le décret devant exonérer les SA de taille plus modeste n'est toujours pas paru.

Pour les sociétés concernées, ces indicateurs clés de performance de nature non financière ne sont exigés que dans la mesure où ils sont nécessaires à la compréhension et à l'évolution des affaires, des résultats ou de la situation de la société.

Par ailleurs, comme le fait remarquer le groupe Revue fiduciaire, le texte précise que l'analyse en ce domaine comporte, « le cas échéant », des indicateurs clés de performance de nature non financière. Ces formulations « le cas échéant et le si nécessaire » tempèrent l'obligation.

Les informations sociales sont, pour l'essentiel, contenues dans le bilan social pour les sociétés tenues de l'établir.

Les articles R. 225-104 et R. 225-105 du Code de commerce définissent respectivement les informations sociales requises qui ne se confondent pas avec le bilan social et celles relatives aux conséquences de l'activité de la société sur l'environnement. En conséquence, ces informations de nature sociale portent essentiellement sur l'emploi²⁵², la rémunération²⁵³, les relations professionnelles, les bilans et accords collectifs, les conditions d'hygiène et de sécurité, la formation, l'emploi et l'insertion des travailleurs handicapés, les œuvres sociales, l'importance de la sous-traitance et les autres informations d'ordre éthique et citoyenne (C.com. art R. 225-104).

Les informations sur l'environnement sont à donner en fonction de l'activité de la société et de ses effets. Le groupe revue fiduciaire conseille aux SA concernées par ces informations de reprendre les principaux points d'information demandés par l'article R. 225-105 du code de commerce concernant les sociétés cotées et tout particulièrement la consommation de ressources en eau, matières premières et énergie avec, le cas échéant, les mesures prises pour améliorer l'efficacité énergétique et le recours aux énergies renouvelables.

Par ailleurs, pour les sociétés exploitant au moins une installation classée susceptible de donner lieu à des servitudes d'utilité publique (installations visées par l'article L. 515-8, IV du code de l'environnement et dont la liste est établie par décret), le rapport de gestion doit informer de la politique de prévention du risque d'accident technologique menée par la société, rendre compte de la capacité de la société à couvrir sa responsabilité civile vis-à-vis des biens et des personnes du fait de l'exploitation de telles installations et préciser les

²⁵¹ D'après Ibid, p. 310

²⁵² Les informations sur l'emploi sont relatives à l'effectif total, les embauches selon le type de contrat, les licenciements, les heures supplémentaires, l'organisation du temps de travail, la durée du temps de travail, les plans de réduction des effectifs et de sauvegarde de l'emploi et l'absentéisme.

²⁵³ Les informations sur la rémunération sont relatives au montant et évolutions, charges sociales, intéressement, participation et plan d'épargne salariale et égalité des sexes.

moyens prévus par la société pour assurer la gestion de l'indemnisation des victimes en cas d'accident technologique engageant sa responsabilité (C. com. art L. 225-102-2).

L'article L. 225-102-1, al 4 du Code de commerce énonce que les sociétés cotées doivent inclure dans leur rapport de gestion des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité.

Au plan comptable, le rapport du conseil d'administration ou du directoire doit contenir des informations sur le montant des provisions et garanties pour risques en matière d'environnement, sauf si cette information est de nature à causer un préjudice sérieux à la société dans un litige en cours (C.com art R. 225-105. al. 7). Le montant des indemnités versées au cours de l'exercice en cours en exécution d'une décision judiciaire en matière d'environnement et les actions menées en réparation de dommages causés à celui-ci doivent être également intégrés dans le rapport de gestion (C.com art R. 225-105. al. 8).

« Le rapport de gestion doit donc expliciter dorénavant diverses données environnementales et sociales, mais il doit également présenter les démarches d'évaluation ou de certification entreprises en matière de qualité, de sécurité et d'environnement (QSE), ainsi que les mesures prises pour se conformer à la réglementation dans ces domaines »²⁵⁴. L'auteur rappelle que ces données sont listées par le décret²⁵⁵ du 20 février 2002, pris pour l'application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce.

Ce décret comporte quatre grands axes :

1. Préciser les objectifs poursuivis et les mesures prises en matière d'environnement, d'emploi, de politique sociale et de protection sociale, avec des données chiffrées et qualitatives ;
2. Aborder les aspects purement sociaux. Ainsi, le rapport de gestion doit indiquer les évolutions des effectifs, préciser les éventuels plans de réduction des effectifs, décrire l'organisation du travail, les rémunérations, les relations professionnelles et les accords collectifs. Il doit également donner des informations sur les conditions d'hygiène et de sécurité, la formation, l'emploi et l'insertion des travailleurs handicapés, les œuvres sociales et les conditions de recours à la sous-traitance ;
3. Traiter la répartition territoriale des activités, ce que l'on appelle l'impact sociétal. Ainsi, le rapport de gestion doit décrire « la manière dont la société prend en compte l'impact territorial de ses activités en matière d'emploi et de développement régional », en mentionnant, entre autres, ses contacts avec les associations de défense de l'environnement, les sous-traitants, les collectivités locales ;
4. Cibler précisément les informations environnementales. Ainsi, le rapport doit aborder des sujets tels l'identification des besoins de ressources en eau, matières premières ou énergie, les conditions d'utilisation des sols ou encore les rejets et nuisances affectant gravement l'environnement.

La Compagnie nationale des commissaires aux comptes a donné des précisions sur la nature des informations sociales et environnementales²⁵⁶. « Ces informations n'étant pas de nature financière mais qualitative, les dirigeants sont libres d'en choisir la forme de présentation et

²⁵⁴ Y. Martinet, Responsabilité sociale des entreprises : Convergence entre document unique et rapport de gestion, *La semaine juridique, Entreprise et Affaires*, n°44, 28 octobre 2004, pp. 1720-1723

²⁵⁵ Décret n° 2002-221 du 20 février 2002 pris pour l'application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce

²⁵⁶ CNCC, bull. 128, décembre 2002, pp. 475-482

le degré de précision, dans le respect des prescriptions réglementaires. La société doit préciser le périmètre concerné par l'information (société, groupe), les définitions, principes et critères retenus (référentiels retenus, internes ou sectoriels, données directes ou incluant les effets indirects via la sous-traitance ou les fournisseurs), dans un souci d'exhaustivité et de comparabilité, mais aussi de transparence et de crédibilité de l'information donnée. De plus, l'information doit être compréhensible et autonome. L'information doit être synthétique. Le rapport de gestion pourra contenir les données jugées clés par la société avec, le cas échéant, un renvoi à une information plus détaillée, communiquée par ailleurs pour le détail par activités, sites et périodes concernés ».

2. L'analyse critique de la diffusion des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion

L'observatoire sur la responsabilité sociale des entreprises (l'ORSE)²⁵⁷ a remis un rapport de mission au gouvernement en 2004 sur l'application de l'article 116 de la loi NRE²⁵⁸. Ce rapport concerne environ 700 sociétés de droit français cotées en bourse, tenues de rendre compte annuellement de leurs impacts sociaux et environnementaux, dans le cadre du rapport de gestion que présente le conseil d'administration ou le directoire à l'assemblée des actionnaires. D'après cette étude, la majorité des 700 sociétés concernées n'a pas respecté la loi. Certaines entreprises, en particulier les plus importantes, ont rendu un rapport spécifique, souvent appelé rapport de développement durable, mais seule la moitié des entreprises du CAC 40 s'est engagée dans une démarche de développement durable, formalisée dans le rapport ou dans une lettre du président²⁵⁹. Le rapport note que, plus la taille est réduite, moins les renseignements concernant le développement durable sont importants en nombre de thématiques et de pages.

L'adoption de la loi NRE en France et plus particulièrement de son article 116, « a fait l'objet d'un accueil très mitigé de la part des directions des entreprises qui ne souhaitaient pas voir la puissance publique s'immiscer dans un domaine qui relève traditionnellement du seul engagement volontaire et de celle de certaines organisations syndicales (insuffisamment consultées selon elles) reprochant au texte de n'être pas suffisamment clair et d'être trop timide, notamment sur les questions de contrôle »²⁶⁰. Les principaux enseignements de cette étude visent à mettre en évidence quatre constats : « la qualité moyenne des informations reste très en deçà « d'une bonne qualité », la conformité moyenne est également peu satisfaisante, les entreprises du CAC 40 s'en sortent globalement mieux que celles constituant le reste du SBF 120, il n'existe pas de logique sectorielle dans les résultats rendant éventuellement plus facile la démarche de *reporting* dans tel secteur plutôt que dans tel autre »²⁶¹.

²⁵⁷ ORSE, OREE et EPE, *Bilan critique de l'application de l'article 116 de la loi NRE*, Rapport remis au gouvernement, 2004.

²⁵⁸ L'article 116, de la loi NRE du 15 mai 2001, sur les nouvelles régulations économiques et son décret n° 2002-221, du 20 février 2002, pris pour l'application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce et modifiant le décret n° 67-236, du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales.

²⁵⁹ D'après http://www.journaldunet.com/imprimer/management/0406/0400644_orse.shtml

²⁶⁰ D. Goulard, S. Itier, Responsabilité globale et transparence, les informations sociales dans les rapports annuels : quelle application de la loi NRE ? Une étude sur les sociétés du SBF 120, *Semaine sociale Lamy*, n° 1186, 18 octobre 2004, p. 88

²⁶¹ Ibid, p. 90

Pour ce qui est des entreprises du CAC 40, le rapport souligne une conformité correcte ou, à la limite, acceptable pour deux entreprises sur trois lors de la première année. En matière de qualité, seules 7 entreprises sur les 37 étudiées ont un niveau que l'on peut considérer comme correct, c'est-à-dire supérieur à 30 %. « Ceci tient à trois raisons bien distinctes : certaines entreprises renseignent peu sur la thématique abordée, certaines entreprises ne donnent que des informations de qualité médiocre et certaines entreprises ne donnent pas d'informations recouvrant l'ensemble des salariés (périmètre monde) ou n'apportent aucune indication particulière en ce qui concerne les salariés français »²⁶². L'ORSE note que, dans leur démarche, les entreprises françaises préfèrent souvent travailler seules. Parmi les sociétés cotées au CAC 40, seules treize ont fait appel à des agences de notation extra-financière.

Au sujet des sociétés du SBF 250, l'ORSE constate que, pour les 130 entreprises les plus petites, les indicateurs restent limités, surtout dans l'environnement. 50 % de ces entreprises ne proposent pas plus de quatre indicateurs dans leur rapport. 56 % d'entre elles n'ont aucun indicateur pour l'environnement.

En résumé, les difficultés effectives du *reporting* social, l'absence de périmètre dans le décret tout comme la difficulté à définir mondialement certains items doivent sans doute expliquer ces mauvais résultats. Le rapport de l'ORSE met en évidence que les indicateurs varient selon les secteurs et les pays, notamment lorsque les réglementations sont distinctes.

Plusieurs pistes d'amélioration semblent se dégager. « Le rapport de la Commission Lepage²⁶³ suggère d'élargir l'obligation de divulgation d'informations sociales et environnementales à toutes les sociétés de plus de 250 salariés et suggère également que soit intégrée au rapport une description des procédures et référentiels employés en matière sociale et environnementale, afin de permettre le contrôle des modalités de production des données diffusées et une appréciation qualitative de ces informations »²⁶⁴. Le cabinet Ernst&Young, dans le cadre de la publication de son 5e « Observatoire des rapports de *Corporate Responsibility* » propose de mettre en place une déclinaison sectorielle des informations demandées, d'intégrer dans les rapports de données contextuelles des critères de comparaison des performances de l'entreprise aux seuils réglementaires ou aux moyennes sectorielles et de préciser la fiabilité des données²⁶⁵.

3. Le contrôle des données environnementales et sociales contenues dans le rapport de gestion

Les modalités pratiques du contrôle s'inscrivent dans la perspective d'une vérification de la fiabilité des informations transmises. Ce qui implique, d'une part, un contrôle externe du reporting social identique aux audits réalisés à partir des données financières et comptables et, d'autre part, de crédibiliser la démarche du *reporting* social des entreprises en associant les représentants des salariés au processus de *reporting*.

A l'origine, la loi NRE ne prévoyait pas de sanctions pour les entreprises qui ne s'acquittaient pas de leur obligation de diffusion des informations à caractère social et environnemental, cependant l'omission d'informations dans le rapport de gestion constitue une irrégularité que

²⁶² Ibid

²⁶³ www.legrenelle-environnement.fr/grenelle-environnement/IMG/pdf/1202291368_Mission_Corinne_Lepage_Rapport_Final.pdf

²⁶⁴ F. G.Trebulle, Entreprise et développement, durable, *La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°27, 3 juillet 2008, p. 30

²⁶⁵ www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/France/Index_etudes_Dev_durable, cité par F. G.Trebulle, *op. cit.*, p. 32

le commissaire aux comptes doit signaler au conseil d'administration ou au directoire et au conseil de surveillance et mentionner dans la seconde partie de son rapport général²⁶⁶.

« La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 a inséré un alinéa à l'article L. 225-102-1 et étend aux informations visées par cet article les mesures prévues aux deux derniers alinéas de l'article L. 225-102. Il en résulte que, si le rapport annuel d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ne comprend pas les informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité, toute personne intéressée peut demander au président du tribunal statuant en référé d'enjoindre sous astreinte au conseil d'administration ou au directoire, selon le cas, de communiquer ces informations, l'astreinte et les frais de procédure étant alors à la charge des administrateurs ou des membres du directoire »²⁶⁷. Cette disposition demeure la plus contraignante, obligeant ainsi toutes les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, et les plus importantes des sociétés non cotées, à intégrer la dimension sociale et environnementale de leur activité dans leur rapport de gestion.

« L'ordonnance du 20 décembre 2004 a apporté confirmation de la dimension comptable des informations sociales et environnementales qui doivent nécessairement faire l'objet des inscriptions requises »²⁶⁸.

Les informations liées au développement durable tendent à devenir des informations aussi pertinentes que peuvent l'être les informations financières et comptables.

Le rapport de gestion demeure un élément central de la transparence de l'information financière, cependant la pertinence du contrôle des données environnementales découle des procédures internes mises en œuvre mais également de l'effectivité des audits externes ; or, une étude réalisée en 2006 démontre que seules 29 sociétés du SBF 120 font vérifier une partie des informations environnementales figurant dans leur rapport annuel²⁶⁹. A cet effet, l'AMF précise que les prospectus doivent contenir une rubrique « facteurs à risque », ceux-ci doivent faire l'objet d'un contrôle, que les risques soient précisés où qu'ils soient plus difficilement quantifiables. L'AMF insiste pour que l'analyse des risques comporte une partie « sur les procédures mises en place pour en assurer le suivi et en mesurer les différentes catégories »²⁷⁰.

« Si la comptabilité environnementale tend à se développer, le contentieux en la matière n'est pas très nourri »²⁷¹.

Les pierres d'achoppement portent essentiellement sur la nature des provisions dans la mesure où une forte hétérogénéité résulte de la pratique comptable. L'arrêt de la cour administrative d'appel de Marseille du 28 mars 2006²⁷² est particulièrement révélateur des difficultés d'appréciation de la comptabilisation des provisions environnementales pour dépollution constituées par les sociétés. La CAA de Marseille, appliquant strictement l'article 39 du CGI, rappelle que l'entreprise ne peut déduire du bénéfice imposable que les sommes

²⁶⁶ Bull. CNCC 12 décembre 2001 ; Communiqué CNCC du 11 octobre 2005.

²⁶⁷ F. G. Trebulle, *op.cit.*, p. 310

²⁶⁸ L'auteur cite *La comptabilisation de l'environnement : Dr. sociétés 2004*, ét. 10, p. 9

²⁶⁹ Les rapports annuels passés au crible : *La Tribune*, 2 novembre 2006, cité par F. G. Trebulle, *La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°30, 26 juillet 2007, p. 34

Entreprise et développement durable, Chronique,

²⁷⁰ http://www.amf-france.org/documents/general/7709_1.pdf

²⁷¹ F. G. Trebulle, *La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°30, 26 juillet 2007, p. 35

²⁷² CAA Marseille, 28 mars 2006, n° 03MA00330 cité par F. G. Trebulle, *op. cit.*, p. 35

correspondant à des provisions liées à des pertes ou charges nettement précisées quant à leur nature et susceptibles d'être évaluées avec une précision suffisante. La CAA rappelle : « Les provisions constituées en vue de faire face à des pertes ou charges nettement précisées et que des événements en cours rendent probables... ; qu'il résulte de ces dispositions qu'une entreprise peut valablement porter en provision et déduire des bénéfices imposables d'un exercice des sommes correspondant à des pertes ou charges qui ne seront supportées qu'ultérieurement par elle, à la condition que ces pertes ou charges soient nettement précisées quant à leur nature et susceptibles d'être évaluées avec une approximation suffisante, qu'elles apparaissent comme probables eu égard aux circonstances constatées à la date de clôture de l'exercice et qu'elles se rattachent aux opérations de toute nature déjà effectuées à cette date par l'entreprise ».

En l'espèce, la société avait fait l'objet d'un contrôle fiscal se traduisant par un redressement. Elle avait provisionné ces dépenses à la suite d'études prescrites par le préfet et faisant l'objet d'un arrêté lui enjoignant de prendre des dispositions nécessaires en vue du raccordement de son établissement à une station d'épuration. Pour la cour administrative d'appel, la société ne pouvait constituer une provision liée aux dépenses de raccordement à l'ouvrage public dès lors que l'arrêté en cause ne précisait ni la nature de la charge future ni les modalités de la participation financière inhérente.

Ce cas de jurisprudence illustre en fait, non pas l'importance du débat environnemental dans les procédures de comptabilisation, mais l'hétérogénéité de perception, d'un acteur à l'autre, du concept même de provision.

A contrario, « l'actualité invite à souligner la relativité de certaines pratiques comptables »²⁷³. A titre d'exemple, le rapport annuel de la société Shell informe des procédures judiciaires liées à des contaminations d'eaux souterraines pour un montant de 1,25 milliards de dollars et de demandes de dommages et intérêts d'approximativement 3,35 milliards de dollars. Estimant les demandes « hautement spéculatives », elle a décidé de ne pas constituer de provisions pour ces actions judiciaires. Dans son rapport annuel de 2002, la société informait de la condamnation par une juridiction nicaraguayenne à verser 490 millions de dollars aux victimes du produit Nemagon, utilisé dans le traitement des bananes, en Amérique du sud. Bien que ce produit ait été interdit aux Etats-Unis, la société avait contesté la compétence des juridictions nicaraguayenne et s'était abstenue de constituer une provision.

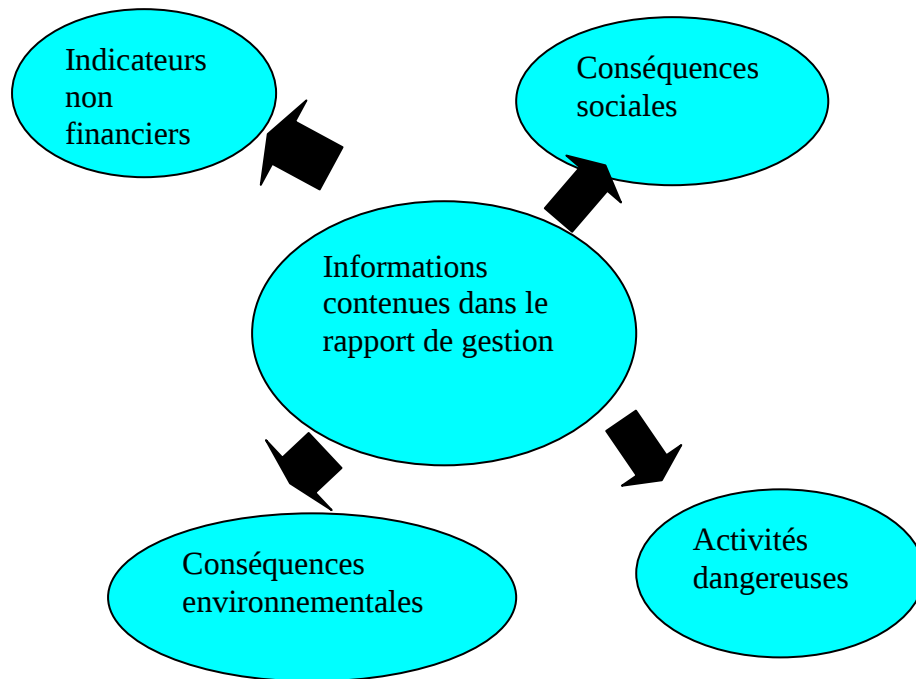
²⁷³ F. G. Trebulle, *op. cit.*, p. 35

Tableau n° 1 : Informations non financières, sociales et environnementales à fournir dans le rapport de gestion 2008 (à jour après l'ordonnance 2009-105 du 30 janvier 2009)

Nature des informations	Société ayant des instruments financiers admis sur un marché réglementé	SA non cotées (hors SAS)	SAS	SARL
Indicateurs clés de nature non financière c. com. art. L.225-100, al 3 et 5	X	X Exonération en fonction des seuils de taille à fixer (décret attendu)		X Exonération en fonction des seuils de taille à fixer (décret attendu)
Groupe : indicateurs clés de nature non financière c. com. art. L.225-100-2, L. 223-26	X	X		X
Prise en compte des conséquences sociales de l'activité c. com. art. L.225-102-1, al. 5 et 6, R. 225-104	X			
Prise en compte des conséquences environnementales de l'activité c. com. art. L.225-102-1, al. 5 et 6, R. 225-105, A 225-1	X			
Information liée à une activité dangereuse c. com. art. L. 225-102-2	X	X		

Source : Extrait de Groupe revue fiduciaire , le rapport de gestion : panorama des nouveautés, *RF Comptable*, n° 360, avril 2009, p. 16

Schéma n° 1 : Synthèse de l'utilité du rapport de gestion en matière environnementale et sociale



B- Le rapport sur le contrôle interne

Depuis la loi de sécurité financière, le président du conseil d'administration ou de surveillance doit rendre compte des procédures de contrôle interne mises en place dans l'entreprise. Les articles L. 225-37, al. 6 et L. 225-68 al. 7 modifiés par la loi 2005-842 du 26 juillet 2005 disposent que dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, doit être joint au rapport du conseil d'administration ou du directoire et présenté à l'assemblée un rapport émanant, selon le cas, du président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et rendant compte des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société.

Il convient de rappeler que la loi ne donne aucun détail sur les éléments du rapport concernant les procédures de contrôle interne²⁷⁴. Cependant, dans le cadre d'une réponse ministérielle à l'Assemblée nationale, le ministre de la justice a déduit « que l'obligation du rapport avait une portée générale et que le rapport doit rendre compte de l'ensemble des procédures mises en place par la société afin de prévenir et de maîtriser les risques résultant de son activité de président, étant, à ce titre, conduit à rendre compte notamment des procédures garantissant la fiabilité des informations comptables et financières, mais aussi le respect des lois et de la réglementation, ainsi que de la « mise en sécurité » des conditions de production ou de gestion »²⁷⁵.

Le rapport doit contenir, entre autre, une présentation générale du contrôle faisant état des personnes ou structures chargées de celui-ci, des supports de procédure (code de déontologie,

²⁷⁴ A. Charveriat, A. Couret, *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Droit des affaires, Sociétés commerciales 2006*, éditions Francis Lefebvre, septembre 2005, p. 650

²⁷⁵ Rèp. Lenoir : AN 15-1-2005 p. 372 n° 37779

manuels de procédure ou autres), de l'organisation dans laquelle s'inscrit l'élaboration de l'information financière et comptable destinée aux actionnaires et une présentation des procédures de contrôle elles-mêmes (telles par exemple, les procédures de reporting ou de suivi des engagements hors bilan mais aussi celles relatives à la sécurité, à la qualité ou encore au respect de l'environnement) mentionnant leur domaine d'application et les risques qu'elles couvrent eu égard notamment à la nature des activités de la société²⁷⁶.

L'AMF a d'ailleurs insisté sur le fait que « l'analyse des risques constitue un des points majeurs de tout dispositif de contrôle interne ». L'auteur explique « qu'il ne fait aucun doute que ces procédures doivent porter, lorsque cela est justifié, sur l'appréciation des risques (juridiques ou opérationnels) auxquels est exposée la société et, plus globalement, sur un certain nombre de questions environnementales, notamment pour ce qui est de l'évaluation des passifs environnementaux ; sont également concernés les éléments relatifs aux démarches liées à la responsabilité sociale des entreprises »²⁷⁷. Il convient de reconnaître l'application limitée de ces principes aux sociétés cotées, puisque, « afin de tenir compte de la meilleure circulation de l'information dans les sociétés fermées, et pour ne pas alourdir la tâche des dirigeants, la loi du 26 juillet 2005, pour la confiance et la modernisation de l'économie, restreint cette obligation aux seules sociétés faisant appel public à l'épargne (C. com., art. L. 225-99, al. 6) »²⁷⁸.

Encadré n° 2 : Exemple de gestion des risques environnementaux par le contrôle interne

Le comité de contrôle Interne et des risques de BNP Paribas a pour mission de préparer les travaux du conseil d'administration et notamment :

- d'analyser les rapports sur le contrôle interne et sur la mesure et la surveillance des risques,
- d'analyser les rapports d'activité de l'Inspection Générale et leurs principales conclusions,
- d'examiner les grandes orientations de la politique des risques du Groupe,
- de procéder à l'audition des différents responsables de la gestion des risques et du contrôle interne de la banque,
- de reporter au conseil d'administration son appréciation sur les méthodes et procédures utilisées...

Dans un contexte de renforcement des exigences réglementaires, BNP Paribas a pris l'initiative de créer une nouvelle fonction : la *Conformité*. Elle intervient à l'échelle du groupe pour renforcer l'organisation en matière de maîtrise des risques et de contrôle interne.

Source : Orse, Gestion des risques et contrôle interne, Bonnes pratiques, 2006
<http://www.orse.org/>

²⁷⁶ D'après A. Charveriat, A. Couret, *op. cit.*, p. 650

²⁷⁷ F. G. Trebulle, *op.cit.*, pp. 310-311

²⁷⁸ Ibid

C- Le document relatif à l'évaluation des risques pour la santé et la sécurité des travailleurs dans l'entreprise (document unique)

Le document unique oblige les employeurs à évaluer les risques pour la santé et la sécurité des travailleurs dans l'entreprise. Il permet d'alimenter les informations environnementales et sociales dont l'impact est à la fois économique et financier.

Il importe donc, après avoir présenté les cadres juridiques du document unique, d'en synthétiser l'utilité et de relever les sanctions qui s'imposeraient si ce document était inexistant ou incomplet.

1. Cadre normatif

Le document unique est, depuis le décret n° 2001-1016 du 5 novembre 2001 (article R. 230-1 du Code du travail), la transposition, par écrit, de l'évaluation des risques pour la santé et la sécurité des travailleurs dans l'entreprise, imposée à tout employeur par l'article L. 230-2 du Code du travail²⁷⁹.

Obligatoire pour toutes les entreprises et associations de plus de 1 salarié. Il permet de déterminer et hiérarchiser les risques pouvant nuire à la sécurité de tout salarié et de préconiser des actions visant à les réduire, voire les supprimer. Ce document doit faire l'objet de réévaluations régulières (au moins une fois par an). Son intérêt est d'aider à définir un programme d'actions de prévention découlant directement des analyses et évaluations qui auront été effectuées. L'objectif principal est de réduire les accidents du travail et les maladies professionnelles²⁸⁰.

Encadré n° 3 : Apports du décret n° 2008-1347 du 17 décembre 2008 relatif à l'information et à la formation des travailleurs sur les risques pour leur santé et leur sécurité, publié au Journal officiel du vendredi 19 décembre 2008.

Ce décret introduit dans le Code du travail de nouvelles dispositions réglementaires. Ainsi, l'article R. 4121-4 du code du travail prévoit que désormais le document unique d'évaluation des risques doit être tenu à la disposition des "travailleurs" et des "délégués du personnel" et non plus des "personnes soumises à un risque pour leur santé ou leur sécurité [...] à défaut des délégués du personnel".

Le décret prévoit aussi que "l'employeur doit informer les travailleurs sur les risques pour leur santé et leur sécurité. Cette information porte notamment sur les mesures de prévention des risques identifiés dans le document unique ; le rôle du service de santé au travail et des représentants du personnel en matière de prévention des risques ; les dispositions contenues dans le règlement intérieur ; les consignes de sécurité et de premiers secours en cas d'incendie."

Source : <http://www.inforisque.info/blog-inforisque/index.php?post/1374/2009/01/29/Un-decret-renforce-le-role-du-document-unique-dans-la-prevention-des-risques>

²⁷⁹ Les obligations sont précisées dans la circulaire n° 6 DRT du 18 avril 2002 publiée au Bulletin officiel du Ministère de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement.

²⁸⁰ « http://fr.wikipedia.org/wiki/Document_unique »

2. Forme et contenu du document unique

L'analyse synthétique de l'utilité du document unique est conditionnée, tant par sa forme que par son contenu.

La réglementation ne prévoit pas de forme obligatoire mais il doit nécessairement correspondre à un support unique qui peut être aussi bien un document papier que numérique²⁸¹.

Pour ce qui concerne son contenu, les résultats des évaluations des risques pour la sécurité et la santé des travailleurs doivent être mis à jour régulièrement.

L'employeur doit, avant d'engager une démarche préventive, prendre connaissance des principes généraux de prévention. Sur le plan procédural, il est souhaitable qu'il associe à sa démarche les partenaires internes à l'entreprise : CHSCT, les délégués du personnel, médecin du travail, salariés.

L'évaluation des risques doit se faire en deux phases. D'une part, identifier le danger et d'autre part, examiner les risques²⁸². L'évaluation du risque porte sur un inventaire des risques, c'est-à-dire une identification complète des dangers et une analyse des conditions d'exposition des salariés à ces dangers. Les entreprises doivent recenser les dangers qui leur sont propres, répertorier les situations de travail en question, déterminer les risques qui en résultent, les échelonner en fonction de leur importance et de leur répétition pour enfin les rapporter dans le document. L'évaluation nécessite une approche la moins éloignée possible des situations de travail des salariés. C'est la raison pour laquelle l'identification des risques doit se réaliser dans chaque unité de travail. Pour la justifier, on peut prendre en compte différents types de critères déterminés par l'INRS (Institut National de Recherche et de Sécurité) qui sont géographiques, de métier ou de poste, de degré d'autonomie.

A titre d'exemple, pour chaque poste ou unité de travail, l'entreprise doit identifier, les risques (ex: risque routier), les conséquences (ex: accident), les causes (ex: non-respect du code de la route), l'estimation du risque (ex: élevé, faible, moyen), les mesures de prévention (ex: note de service sur les dangers de la route)²⁸³.

Présentation du document : ex

3. Consultation du document

Le document doit être tenu à la disposition des personnes appartenant à l'entreprise, délégués du personnel, CHSCT, salariés exposés aux risques lorsque l'entreprise ne comprend ni CHSCT, ni délégué du personnel, et du médecin du travail. Ce document peut être également consulté sur demande par des personnes extérieures à l'entreprise, inspecteur du travail, agents des services de prévention, organismes professionnels d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail présents dans les branches d'activité à haut risque.

²⁸¹ Il faut tenir compte du fait que tout support numérique comportant des informations nominatives doit, conformément à la loi (loi n°78-17 du 6 janvier 1978) relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, faire l'objet d'une déclaration à la C.N.I.L. (Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés)

²⁸² D'après M. Mecquignon - Juriste d'entreprise Contact : redaction@netpme.fr

²⁸³ D'après « http://fr.wikipedia.org/wiki/Document_unique », document documentaire en l'espèce aussi pertinent que celui élaboré par C. Charles et alii, *Mémento social 2008*, Groupe Liaisons sociales, n° 497, Cahier n°2, 25 mars 2008, p. 530

4. Sanctions

Le défaut d'élaboration ou l'incomplétude du document unique peuvent générer la mise en cause de la responsabilité civile et pénale de l'employeur.

La responsabilité civile de l'employeur peut être engagée si le document unique n'est pas mis à disposition d'un certain nombre d'acteurs, tant internes qu'externes, à l'entreprise. « Il s'agit, entre autres, des membres du CHSCT ou des instances qui en tiennent lieu, des délégués du personnel ou, à défaut, des personnes soumises à un risque pour leur sécurité ou leur santé, du médecin du travail, de l'inspecteur ou du contrôleur du travail. A l'inverse, l'employeur pourra se servir des rapports ou autres notes établies par ces instances. Enfin, le document unique devra être mis à jour en cas de « décision d'aménagement important modifiant les conditions d'hygiène et de sécurité ou les conditions de travail »²⁸⁴. Cela implique un suivi constant, par l'employeur, des postes de travail, des produits et matériels utilisés dans l'entreprise, des cadences de travail, etc. »²⁸⁵.

Sur le plan pénal, si l'employeur ne tient pas à la disposition du CHSCT ou des délégués du personnel le document unique d'évaluation des risques, il se rend coupable du délit d'entrave puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 3750 euros ou de l'une des deux peines seulement. En cas de récidive, l'emprisonnement peut être porté à deux ans et l'amende à 7500 euros (articles L. 263-2-2 du Code du travail et article 131-12 et suivants du Code pénal).

Si l'employeur ne tient pas le document à la disposition de l'inspecteur du travail, il s'expose à une amende prévue pour les contraventions de 3^e classe, soit 450 euros au plus (articles L. 611-9 et suivants du Code du travail et 131-12 et suivants du Code pénal). Yvon Martinet rappelle qu'à ces sanctions pénales s'ajoutent deux nouveaux motifs : la violation de l'obligation de transcrire ainsi que celle de sa mise à jour pour lesquelles l'employeur encourt une amende de 1 500 euros (3 000 euros en cas de récidive)²⁸⁶.

Indépendamment des sanctions précitées, il est utile d'analyser les conséquences du revirement de l'arrêt du 28 février 2002 de la Chambre sociale de la Cour de cassation à propos de la définition de la faute inexcusable de l'employeur dans le cadre de l'affaire de l'amiante. « Le manquement à l'obligation de sécurité a le caractère d'une faute inexcusable lorsque l'employeur avait conscience du danger et qu'il n'a pas pris de mesures »²⁸⁷. En effet, « la faute inexcusable de l'employeur était reconnue dans le cas d'une « faute d'une gravité exceptionnelle, dérivant d'un acte ou d'une omission volontaire, de la conscience du danger que devait en avoir son auteur et avoir été la cause déterminante de l'accident ou de la maladie ». Ainsi, la charge de la preuve incombait à la victime (...) « En vertu du contrat de travail le liant à son salarié, l'employeur est tenu envers celui-ci d'une obligation de sécurité de résultat, notamment en ce qui concerne les maladies professionnelles contractées par ce salarié du fait des produits fabriqués ou utilisés par l'entreprise ; le manquement à cette obligation a le caractère d'une faute inexcusable, au sens de l'article L. 452-1 du Code de la

²⁸⁴ C. tram., art. L. 236-2.

²⁸⁵ Y. Martinet, Responsabilité sociale des entreprises : Convergence entre document unique et rapport de gestion, *La semaine juridique, Entreprise et Affaires*, n°44, 28 octobre 2004, p. 1723

²⁸⁶ C. trav., art. R. 263-1-1.

²⁸⁷ Cass. soc., 28 févr. 2002 : JCP E 2002, 643, note G. Strebelle ; JCP G 2002, II, concl. A. Benmakhlouf ; Juris-Data n° 2002-013263.

sécurité sociale, lorsque l'employeur avait ou aurait dû avoir conscience du danger auquel était exposé le salarié, et qu'il n'a pas pris les mesures nécessaires pour l'en préserver »²⁸⁸. Cet arrêt a été confirmé par la Cour de cassation dans un arrêt daté du 11 avril 2002 qui rappelle que la cour d'appel a violé les textes susvisés en considérant « que l'employeur ne pouvait avoir conscience du danger auquel il exposait son salarié en l'affectant à une machine sur laquelle il était habitué à travailler »²⁸⁹. En conclusion, « le seul moyen pour l'entreprise d'échapper à la faute inexcusable est de prouver qu'elle n'avait pas conscience du danger (...) Il n'en reste pas moins que l'arrivée inopinée d'un accident du travail ou d'une maladie professionnelle est de nature à engager la faute inexcusable de l'employeur, sauf s'il apporte la preuve qu'il a pris toutes les précautions nécessaires pour les éviter ou qu'il ne pouvait avoir conscience du danger auquel était exposé son préposé ou que l'origine en est due à une cause étrangère. Lorsque la faute inexcusable de l'employeur est reconnue, celui-ci devient responsable sur son patrimoine des conséquences de sa propre faute ou de celle d'un subordonné. Il est, dès lors, tenu de rembourser aux organismes sociaux les indemnités supplémentaires allouées aux victimes. Or, en l'espèce, l'absence ou l'insuffisance du document unique établit automatiquement la faute inexcusable de l'employeur »²⁹⁰. En conséquence, l'intérêt du document unique repose sur l'opportunité de pouvoir engager correctement la responsabilité de l'employeur.

D-Le bilan social

Le bilan social est un document présentant un ensemble d'indicateurs sociaux relatifs à la vie de l'entreprise conformément aux règles définies par la loi relative au bilan social de l'entreprise²⁹¹ et par ses décrets d'application. Après avoir examiné les cadres juridiques du bilan social, il importe d'en connaître le contenu pour pouvoir y relever les éventuelles carences susceptibles de sanctions le cas échéant.

1. Cadre juridique

L'analyse du cadre juridique du bilan social est conditionnée par l'étude de l'obligation de publication et de consultation des partenaires sociaux du chef d'entreprise.

L'obligation de publication se matérialise par l'article L.438-1 du Code du travail, entré en vigueur le 20 février 2001, modifié par la loi n°2001-152 du 19 février 2001 art. 1 I²⁹². Cet article dispose que « dans les entreprises et organismes énumérés aux alinéas 1 et 2 de l'article L. 431-1 ainsi que dans les entreprises mentionnées à l'article L. 438-9, le chef d'entreprise établit et soumet annuellement au comité d'entreprise un bilan social lorsque l'effectif habituel de l'entreprise est au moins de 300 salariés. Dans les entreprises comportant des établissements distincts, il est établi, outre le bilan social de l'entreprise et selon la même procédure, un bilan social particulier à chaque établissement dont l'effectif habituel est au moins de 300 salariés. Ces obligations ne se substituent à aucune des obligations d'information et de consultation du comité d'entreprise ou d'établissement qui

²⁸⁸ Y. Martinet, op. cit, p. 1723

²⁸⁹ Ibid

²⁹⁰ Ibid

²⁹¹ Loi n°77-769 du 12 juillet 1977, Publication au JORF du 13 juillet 1977

²⁹² JORF 20 février 2001

incombent au chef d'entreprise en application, soit de dispositions législatives ou réglementaires, soit de stipulations conventionnelles ».

En résumé, ce document est établi par le chef d'entreprise après consultation des représentants du personnel dans les entreprises ou les établissements d'au moins 300 salariés. Lorsqu'une entreprise comporte plusieurs établissements distincts, chaque établissement d'au moins 300 salariés est tenu de rédiger un bilan social en complément du bilan social de l'entreprise.

Les obligations de consultation des partenaires internes de l'entreprise sont précisées par l'article L.438-4 du Code du travail : « Après consultation des organisations professionnelles d'employeurs et de travailleurs les plus représentatives au niveau national, un décret en Conseil d'Etat fixe la liste des informations figurant dans le bilan social d'entreprise et dans le bilan social d'établissement. Certaines branches d'activité peuvent être dotées, dans les mêmes formes, de bilans sociaux spécifiques ». « Le comité d'entreprise ou d'établissement émet chaque année un avis sur le bilan social. A cet effet, les membres du comité d'entreprise ou d'établissement reçoivent communication du projet de bilan social, quinze jours au moins avant la réunion au cours de laquelle le comité émettra son avis. Cette réunion se tient dans les quatre mois suivant la fin de la dernière des années visées par le bilan social. Dans les entreprises comportant un ou plusieurs établissements tenus de présenter un bilan social d'établissement, la réunion au cours de laquelle le comité central d'entreprise émet son avis a lieu dans les six mois suivant la fin de la dernière des années visées par le bilan social ».

Dans le cas prévu à l'article L. 438-1, deuxième alinéa, les bilans sociaux particuliers et les avis émis sur ces bilans par les comités d'établissement sont communiqués aux membres du comité central d'entreprise dans les conditions prévues à l'alinéa précédent. Les délégués syndicaux reçoivent communication du projet de bilan social dans les mêmes conditions que les membres des comités d'entreprise ou d'établissement. Le bilan social, éventuellement modifié pour tenir compte de l'avis du comité compétent, est mis à la disposition de tout salarié qui en fait la demande. (art. L. 438-5 du Code du travail).

Les actionnaires sont informés du dernier bilan social accompagné de l'avis du comité d'entreprise dans les mêmes conditions que pour les documents prévus aux articles L. 225-108 et L. 225-115 du code de commerce. (article L.438-7 du Code du travail)

2. Contenu informationnel

L'article L. 438-3 du Code du travail énonce que le bilan social est un document unique récapitulant « les principales données chiffrées permettant d'apprécier la situation de l'entreprise dans le domaine social, d'enregistrer les réalisations effectuées et de mesurer les changements intervenus au cours de l'année écoulée et des deux années précédentes ».

Le bilan social comporte des informations sur l'emploi (effectifs, travailleurs extérieurs, embauche, départs, promotions, chômage, handicapés, absentéisme), les rémunérations (montant des rémunérations, hiérarchie des rémunérations, mode de calcul des rémunérations) et les charges accessoires (charges salariales, participation), les conditions d'hygiène et de sécurité (accidents du travail, maladies professionnelles), les autres conditions de travail

(durée et aménagement du temps de travail), la formation (formation professionnelle continue, congés formation, apprentissage), les relations professionnelles (représentants du personnel et délégués syndicaux) et les conditions de vie des salariés et de leurs familles dans la mesure où ces conditions dépendent de l'entreprise (activités sociales)²⁹³ ». (art. L. 438-3 du Code du travail).

Le bilan social est un document descriptif, non soumis au contrôle d'autorités extérieures comme les commissaires aux comptes.

En 1999, le bilan social a fait l'objet d'un rapport du Conseil économique et social²⁹⁴. Deux points essentiels en ressortent : d'une part, la nécessité d'actualiser le contenu du bilan social pour tenir compte des évolutions sociales, de l'enrichir pour le rendre plus lisible et plus compréhensible et d'autre part, la nécessité de mieux associer les acteurs sociaux, tant pour sa réalisation que pour son utilisation²⁹⁵.

La Commission Nationale Informatique et Liberté, dans un rapport réalisé en février 2004 sur le thème « la cybersurveillance sur les lieux de travail », a proposé la réalisation d'un bilan annuel « informatique et libertés »²⁹⁶.

A l'image des pratiques d'Air France et d'EDF, des informations portant sur le développement durable devraient être intégrées dans le rapport annuel des données à caractère social.

Tableau n°2 : Exemple d'informations contenues dans le bilan social

Conditions d'hygiène et de sécurité	2006	2007	2008
331. Somme des dépenses de sécurité effectuées dans l'entreprise, au sens de l'article L.236-4 du Code du Travail (en milliers d'euros)	21029	20455	13353
431. Somme des dépenses consacrées à l'amélioration des conditions de travail dans l'entreprise au sens de l'article L.236-4 du Code du Travail (en milliers d'euros)	17755	15349	11121
Total des dépenses	38784	35804	24474

Pour en savoir plus :

Indicateur 331 : Il s'agit des dépenses de fonctionnement et d'investissements engagées dans l'année, liées à l'amélioration de la sécurité et de la protection contre l'incendie.

Indicateur 431 : il s'agit des dépenses de fonctionnement et d'investissements engagées dans l'année liées à l'amélioration des conditions de travail (ambiance, aménagement de postes et installations sociales d'atelier).

Source : Renault, Bilan social 2009, Conditions d'hygiène et de sécurité, p. 75

²⁹³ Les exemples sont extraits de V. Alleguede, M. Brosset-Bories, Droit social 2007/2008, *Hachette Supérieur*, avril 2007, pp. 109-110

²⁹⁴ www.ces.fr-avis publié au JO norme CESX9900109 du 3 juin 1999.

²⁹⁵ D'après V. Alleguede, M. Brosset-Bories, *op. cit.*, p. 111

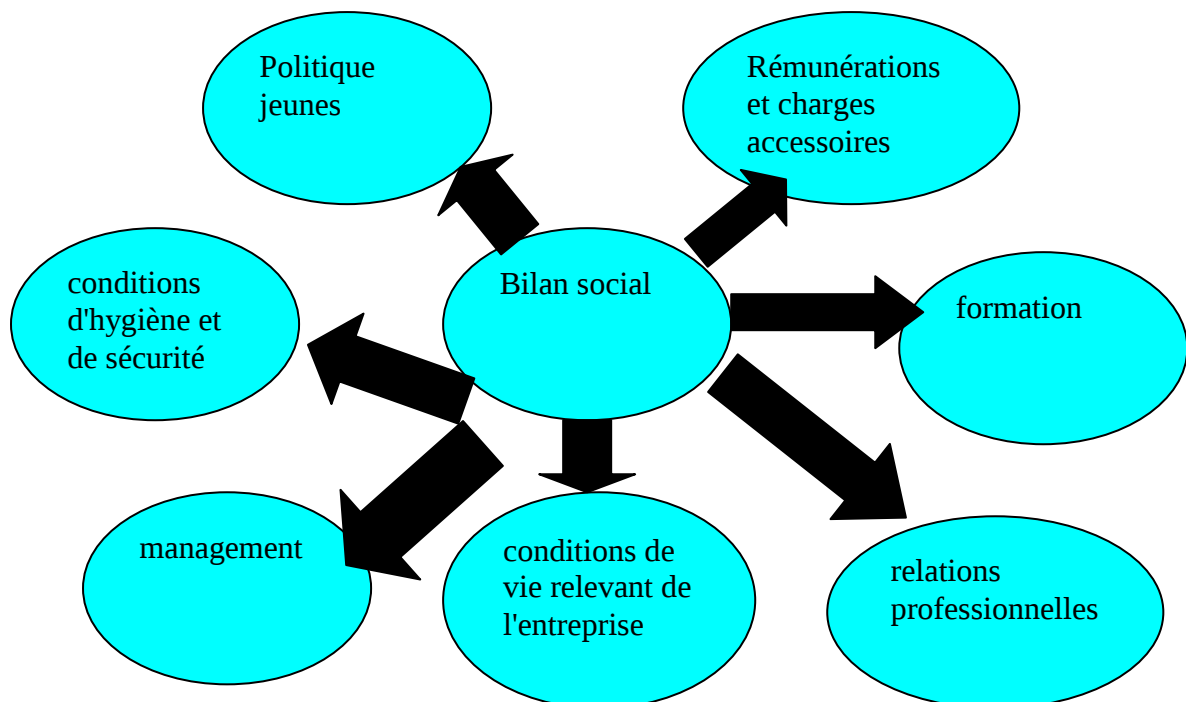
²⁹⁶ Ibid.

3. Sanctions en cas de non-publication

Le bilan social doit être remis à l'inspection du travail accompagné de l'avis émis par le comité d'entreprise.

La non-présentation du bilan social constitue un délit d'entrave, sanctionné par une amende de 3 750 euros et/ou un an d'emprisonnement. Aucune sanction n'est prévue en cas de présentation incomplète.

Schéma n°2 : Les grands axes du bilan social



E- Elaboration d'un bilan environnemental en situation de procédures collectives

Le bilan environnemental a été présenté comme la mesure symbolique de la loi du 30 juillet 2003, relative à la prévention des risques technologiques et naturels et à la réparation des dommages²⁹⁷.

Le bilan environnemental peut être établi à la demande des administrateurs judiciaires nommés dans le cadre des procédures de traitement des difficultés des entreprises, dans la mesure où les dispositions réglementaires ont été adoptées par un décret du 29 novembre 2005. Les procédures de redressement judiciaire ouvertes à compter du 1^{er} janvier 2006 sont conduites à partir des dispositions de la loi de sauvegarde des entreprises²⁹⁸.

²⁹⁷ B. Rolland, Procédures collectives et sites contaminés, *Cahier de droit de l'entreprise*, éditions Lexis Nexis, Juris Classeur, n° 5, Septembre-Octobre 2006, pp. 35-41

²⁹⁸ Procédure de sauvegarde : C. com., art L. 623-1, al. 3 – D. n° 2005-1677, 28 déc. 2005 cité par B. Rolland, *op. cit.*, p. 37

Dans les procédures ouvertes depuis le 1^{er} janvier 2006, le bilan environnemental est exigé lorsque la procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire concerne des personnes physiques ou morales exploitant une ou plusieurs installations classées pour la protection de l'environnement (ICPE). A cet effet, un administrateur judiciaire est nommé obligatoirement. Le tribunal n'est toutefois pas obligé de désigner un administrateur judiciaire si l'entreprise a moins de vingt salariés et un chiffre d'affaires inférieur à 3 000 000 €²⁹⁹.

Le bilan environnemental est réalisé à la demande de l'administrateur judiciaire par le débiteur lui-même ou par un technicien qui sera désigné par le juge-commissaire.

Le bilan environnemental constitue l'une des sections du bilan économique et social qui est dressé pendant la période d'observation d'une entreprise. « Selon le décret, le bilan environnemental doit identifier et décrire le ou les sites concernés par la ou les ICPE exploitées par l'entreprise. Il précise l'environnement de ces installations, les pollutions potentielles, les mesures d'urgence de mise en sécurité qui ont déjà été prises ou bien qui sont prévues ou à prendre. Il donne enfin les mesures réalisées afin de surveiller l'impact de l'exploitation sur l'environnement »³⁰⁰.

En conclusion, le bilan environnemental s'avère être purement descriptif, ce qui conduit alors à considérer les apports du décret comme décevant.

Encadré n°4 : Décret relatif au bilan environnemental des entreprises, 29 novembre 2005, Publication au JORF n°278 du 30 novembre 2005

Le décret n° 2005-1469 modifiant le décret n° 85-1388 du 27 décembre 1985 relatif au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises et relatif au bilan environnemental prévu par l'article L. 621-54 du code de commerce a été pris le 29 novembre 2005.

Les entreprises en difficulté, lorsqu'elles exploitent des installations classées, sont susceptibles de ne pas être en règle avec leurs obligations environnementales. La remise en état des sites pollués peut générer un coût dont il faudra tenir compte dans un plan de réorganisation ou qu'il est important de porter à la connaissance des candidats à la reprise de l'entreprise. Cet aspect n'était pas pris en compte par les textes régissant le droit des entreprises en difficulté.

Pour pallier cette lacune, il est désormais demandé qu'un bilan environnemental accompagne le bilan économique et social réalisé par l'administrateur judiciaire.

De cette manière, les enjeux environnementaux lors de ces procédures seront mieux appréhendés puisqu'ils seront analysés au même titre que les enjeux économiques et sociaux.

Cette mesure s'appliquera aux entreprises placées en redressement judiciaire dès la publication de l'arrêté interministériel, du garde des sceaux et de la ministre de l'écologie, qui doit compléter, dans les tous prochains jours, le décret du 29 novembre 2005. Cet arrêté détaillera les rubriques du bilan environnemental.

À compter du 1er janvier 2006, les entreprises qui bénéficieront de la nouvelle procédure de sauvegarde seront, elles aussi, concernées par cette nouvelle disposition.

Source : <http://www.textes.justice.gouv.fr/index.php?rubrique=10181&article=11013>

²⁹⁹ C. Com, art L. 621-4, D. n°2005-1677, 28 déc. 2005 cité par Blandine Rolland, op. cit, p. 37

³⁰⁰ B. Rolland, op. cit, p. 37

F- L'affaire Rhodia, le contre-exemple de l'importance du reporting environnemental

La commission des sanctions de l'AMF a prononcé le 24 mai 2007 des sanctions pécuniaires à l'encontre de la société Rhodia, pour un montant de 750 000 euros et à l'encontre de son ancien président-directeur général, en fonction de 1998 jusqu'à sa démission le 3 octobre 2003, pour un montant de 500 000 euros. .

La commission des sanctions de l'AMF a retenu divers griefs relatifs au caractère inexact, imprécis et trompeur de sa communication financière. La commission des sanctions a, par contre, écarté les griefs inhérents à la trésorerie et aux risques environnementaux. Pourtant, sur le plan doctrinal, « l'examen de la communication institutionnelle de Rhodia est particulièrement révélateur de certaines difficultés inhérentes à la traduction des exigences environnementales dans les documents comptables »³⁰¹. L'AMF s'interroge dès l'origine sur cette carence informationnelle mais ne la retient pas, « considérant qu'est critiquée la communication de la société Rhodia relative à la couverture des risques environnementaux ; que les notifications adressées à la société Rhodia et à Monsieur T. mentionnent que « la couverture des risques environnementaux sur laquelle Rhodia a communiqué dans ses rapports annuels des exercices de la période sous enquête, concernait en fait 40 sites industriels fermés avant le 1^{er} janvier 1998 et hérités de Rhône Poulenc, tandis que les risques afférents aux quelques 100 sites mis en exploitation par Rhodia n'étaient couverts que pour environ 30 millions d'euros; ce qui apparaît très faible au regard des risques encourus par le secteur de la chimie ; Rhodia n'en a informé que les actionnaires présents lors de son assemblée générale en avril 2004.

Considérant toutefois qu'il n'est pas établi, au regard des règles relatives aux provisions des risques environnementaux, que soit intervenue une communication inappropriée et que la preuve d'un manquement n'est pas ainsi rapportée »³⁰².

La sanction prononcée par l'AMF aurait pu être révélatrice de l'impact des données environnementales sur la communication financière globale de cette société ; or, en écartant le grief environnemental, l'AMF confirme la difficulté récurrente à évaluer précisément le coût des nuisances et à les provisionner. Il est regrettable à cet effet que les règles comptables soient aussi peu pertinentes et contraignantes pour les passifs environnementaux qui ont valu, néanmoins, à Rhodia le paiement d'une amende de 18 millions de dollars aux Etats-Unis pour le stockage de produits dangereux sur les sites de Silver Bow au Montana.

Conclusion du chapitre 2 :

En fait, « s'il n'est jamais sérieusement contestable que les informations environnementales émanant des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé sont porteuses de potentialités contentieuses encore largement sous-évaluées, la réflexion sur ce sujet est encore principalement assise sur des analyses doctrinales et le contentieux n'est pas très nourri »³⁰³.

³⁰¹ F. G. Trebulle, *Entreprise et développement, durable, La semaine juridique, Edition entreprise et affaires*, n°6-7, 9 février 2006, p. 313

³⁰² Déc. Commission des sanctions, AMF, 24 mai 2007 à l'égard de la société Rhodia, et de MM. Jean-Pierre T. Patrick I., Pierre R., Yves-Rene N.

³⁰³ François Guy Trebulle, *op. cit.*, p. 313

Conclusion du de la deuxième partie³⁰⁴ :

L'amélioration de la prise en compte des risques environnementaux dépend de la responsabilité effective des acteurs économiques. La directive 2004/35/CE³⁰⁵ sur la responsabilité environnementale, en reconnaissant le principe « pollueur –payeur », va dans ce sens. L'article 5 de cette directive met en lumière la nécessité de mener des actions préventives. Néanmoins la question de la traçabilité financière et comptable de ces mesures n'est toujours pas entièrement résolue. A titre d'exemple, la loi du 1^{er} août 2008 relative à la responsabilité environnementale³⁰⁶ en France, qui vise à transposer cette directive, n'abordait pas concrètement la responsabilité des sociétés mères vis-à-vis de filiales pollueuses insolvables. Il n'obligeait pas non plus les exploitants à provisionner financièrement des risques écologiques³⁰⁷. En ne provisionnant pas ces dépenses, les entreprises concernées font le choix de privilégier leur actionnariat au détriment de l'environnement. En effet, le bénéfice distribuable est calculé à partir du résultat net comptable. Une prise en compte effective des risques environnementaux imposerait de calculer ce bénéfice distribuable à partir d'un résultat qui intégrerait les externalités positives ou négatives. Cette solution se rapprocherait de l'analyse du groupe de travail ISAR³⁰⁸ qui considère à juste titre que la notion de responsabilité d'entreprise repose sur la théorie selon laquelle les dirigeants peuvent accroître la valeur d'une entreprise en tenant compte des conséquences sociales et économiques des activités de celle-ci³⁰⁹.

³⁰⁴ « En 2007, 57 858 infractions au droit de l'environnement ont été constatées, dont les deux tiers par la gendarmerie (63 000 agents sur le territoire), 25% par l'Office nationale de la faune sauvage (1 400 agents sur le terrain) et 7,7% par l'Office national de l'eau et des milieux aquatiques (600 agents), selon la première enquête sur ce thème, publiée en 2008. Environ 80 % sont des contraventions et 20 % des délits. 4 496 condamnations ont été prononcées en 2007. Après avoir baissé début 2000, ce nombre est revenu à son niveau des années 1990. En 2003 (2 832 condamnations), les atteintes à l'environnement ne représentent que 2 % des procédures traitées par les parquets, 0,7 % des condamnations pour délits et 2,53 % des contraventions de 5^e classe ». Source : Gaëlle Dupont, Le « police verte » a du mal à faire respecter la loi, *Le Monde*, mercredi 5 août 2009, p. 4

³⁰⁵ Directive 2004/35/CE du parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 sur la responsabilité environnementale en ce qui concerne la prévention et la réparation des dommages environnementaux.

³⁰⁶ Loi n° 2008-757 du 1^{er} août 2008 relative à la responsabilité environnementale et à diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine de l'environnement, publiée au Journal Officiel du 2 août 2008

³⁰⁷ D'après L. Caramel, Le préjudice écologique est consacré par la loi, *Le Monde*, vendredi 27 juin 2008, p. 7 et B. Hopquin, Le principe « pollueur-payeur » s'appliquera en cas de marée noire, *Le Monde*, vendredi 27 juin 2008, p. 7

³⁰⁸ Rapport du Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Nations Unies, 30 octobre -1^{er} novembre 2007, 24^e session

³⁰⁹ Cité par F. G. Trebulle, op. cit, p. 313

Troisième partie : La protection de l'information financière

Plan de la troisième partie :

Chapitre 1 : La notion d'abus de marché

Chapitre 2 : L'information privilégiée

Chapitre 3 : L'information manipulée et faussée

Chapitre 4 : L'action de l'Autorité des marchés financiers face au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France

La fiabilité et la pertinence des informations financières constituent les qualités indispensables pour que la valeur des titres cotés reflète la réalité économique des sociétés.

Partant cependant du constat que l'information financière constitue la clé de voûte de la transparence du marché, les procédés d'utilisation abusive des informations privilégiées, de diffusion de fausses informations et de manipulation de cours constituent des facteurs de déviance contre lesquels les mécanismes d'autorégulation du marché demeurent largement impuissants. Les réponses apportées par la théorie de l'efficacité des marchés financiers demeurent inopérantes face à des comportements non éthiques ou déviants dont la finalité consiste à remettre en cause l'impératif d'égalité entre les investisseurs.

Le droit s'empare de ce biais pour placer le principe d'égalité de traitement des investisseurs comme étant un fondement, entre autres, de la transparence. Autorité de régulation des marchés financiers et autorité judiciaire concourent ensemble et séparément à sanctionner les manquements et délits d'initié ainsi que les manipulateurs et diffuseurs de fausses informations.

Le droit positif, lorsqu'il cerne les concepts de fausse information et de manipulation de cours ou de marché, retient la volonté d'induire autrui en erreur qui constitue l'élément central de la réflexion normative. Il importe alors de mener une analyse sur les moyens concrets aptes à rendre pérenne la confiance des agents économiques dans la qualité de l'information comptable et financière. Le lanceur d'alerte, « spectateur engagé », peut être aussi bien un salarié, partie prenante au processus de production et de vente, ou un commissaire aux comptes, auditeur externe, contrôleur objectif des comptes.

Après avoir défini le concept central d'abus de marché (Chapitre 1) élaboré par le législateur européen, l'analyse de la protection de l'intégrité de l'information financière se révèle être une réponse juridique aux facteurs d'inefficacité des marchés financiers dont la portée consiste à rompre avec le principe d'égalité entre investisseurs.

L'approche juridique des concepts d'information privilégiée (chapitre 2), de fausse information, d'information manipulée (chapitre 3) et de démarchage bancaire non autorisé (chapitre 4) constituent les fondements d'une approche prudentielle de l'information financière.

Chapitre 1 : La notion d'abus de marché

Plan du chapitre :

- I- La détection et la sanction des abus de marché : déterminant essentiel de la confiance des investisseurs
- II- La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)
 - A. Les concepts clés retenus de la directive 2003/6/CE
 - B. Examen des travaux préparatoires conduisant à l'élaboration de la directive « abus de marché »
 - 1. Le rapport Lamfalussy
 - 2. Avis consultatif sollicités par le Conseil de l'Union européenne
 - a. Avis de la Banque centrale européenne (BCE)
 - b. Avis du Comité économique et social de l'Union européenne
 - 3. Analyse des amendements en première lecture proposés par le Parlement européen et des avis du Conseil de l'Union européenne
 - 4. Avis de la Commission européenne sur les amendements relatifs au projet de recommandation pour la deuxième lecture
- III- Le règlement CE n° 2272/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers
- IV- La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché
- Conclusion du chapitre 1

Résumé :

La compréhension du fonctionnement d'une économie de la confiance nécessite préalablement d'étudier les finalités de la directive « abus de marché », véritable clé de voûte de la recherche de la transparence de l'information financière. La protection de l'information financière se construit par la mise en œuvre de sanctions contre les délits d'initiés et les manipulations de cours

Dans un avis du 2 juillet 2001, le Comité économique et social de l'Union européenne précise que l'évolution des marchés financiers a rendu nécessaire l'évolution des cadres normatifs, ce qui a conduit à l'adoption d'une nouvelle directive portant sur les abus de marché *lato sensu*, ou *stricto sensu*, les manipulations de marché et les délits d'initiés. A partir de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), le texte de base, sont

intervenues trois autres directives d'application et un règlement portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE³¹⁰.

Après avoir mis en évidence l'origine du concept d'abus de marché (I), l'analyse technique de la directive « abus de marché » (II), du règlement (III) et de la directive, en fixant les modalités d'application, (IV) permet d'appréhender l'état du droit positif visant à la protection de l'intégrité de l'information financière.

I- La détection et la sanction des abus de marché, déterminant essentiel de la confiance des investisseurs

La confiance des investisseurs dans le fonctionnement des marchés et des produits financiers offerts ne se décrète pas mais se gagne jour après jour. Les affaires et fraudes comptables de 2001 et 2002 ont fait périlcliter cette nécessaire confiance dans le bon fonctionnement des marchés financiers. Le législateur européen a répondu par la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » succédant à la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 sur la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés. Ces abus de marché sont définis comme d'une part, « des opérations consistant à opérer en bourse sur la foi d'un renseignement inconnu des autres investisseurs et d'autre part, les manipulations de marché qui faussent le cours d'un titre coté pour obtenir un gain que ne permettrait pas le jeu normal du marché »³¹¹.

Le concept d'abus de marché est parent de celui d'abus de droit. En effet, l'abus de droit, définissable comme l'utilisation abusive d'un droit subjectif, se rapproche de l'abus de marché. « L'initié ne commet-il pas en quelque sorte un abus de droit au détriment du bon fonctionnement du marché en utilisant (ou en communiquant à autrui) une information privilégiée sans respecter l'obligation de révélation au marché qui est attachée à cet acte d'usage ? L'abus, c'est de faire usage de l'information sans la rendre préalablement publique. Dans la manipulation de marché, la personne exerce un droit, celui de procéder à des achats où à des ventes de titres ou celui de communiquer avec le marché. L'abus, c'est de se servir de ces droits pour fausser ou tromper les autres personnes présentes sur le marché »³¹².

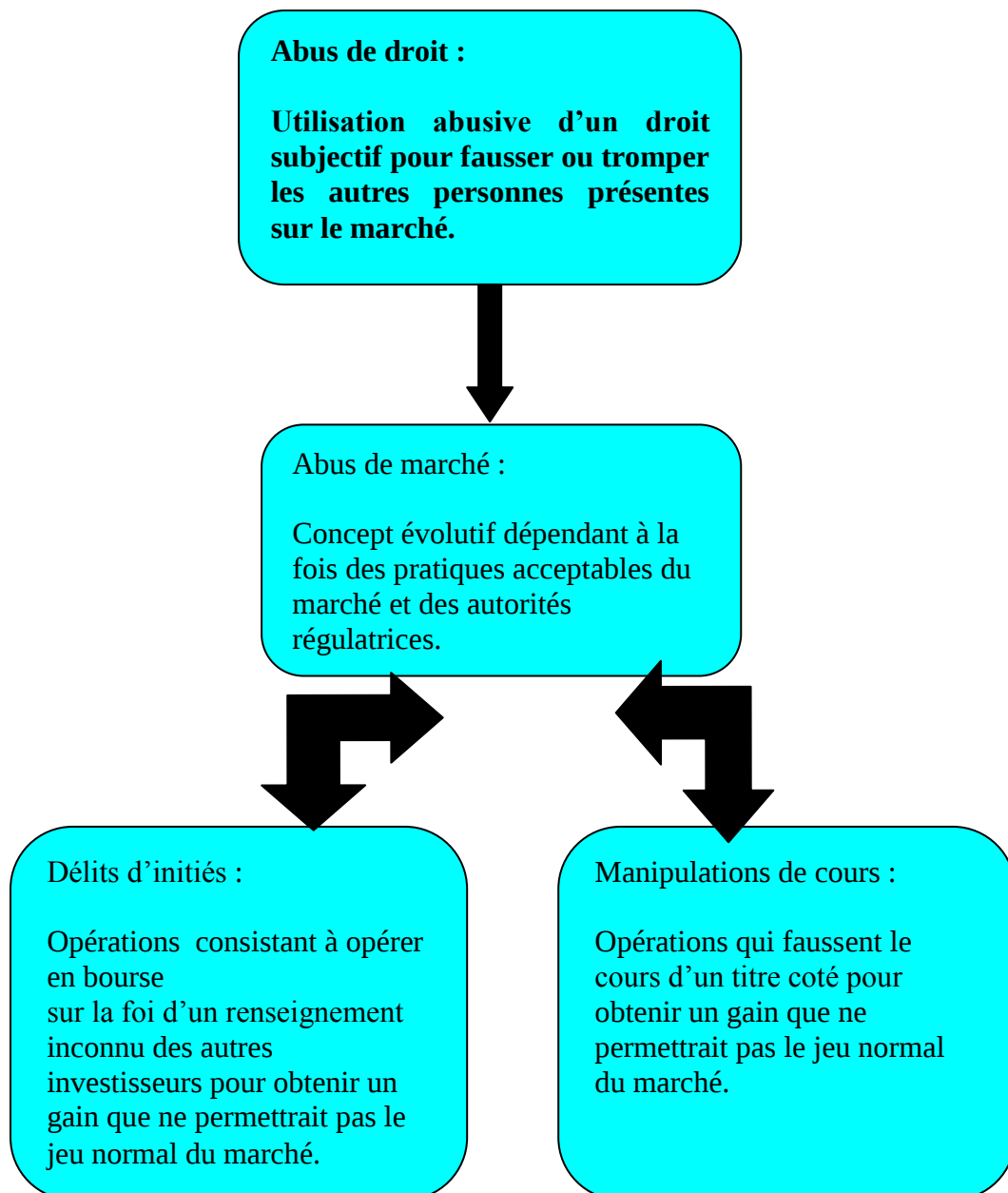
³¹⁰ La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes et un règlement CE n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

³¹¹ D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Lexis Nexis, Litec, novembre 2005, p. 271

³¹² Ibid, p. 173

L'abus de marché est un concept évolutif dépendant à la fois des pratiques acceptables du marché et des autorités régulatrices. Le concept détaillé d'abus de marché trouve son origine terminologique dans la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

Schéma n°1 : Concept d'abus de marché



II- La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

La directive 2003/6/CE porte sur la nécessité de détecter et de sanctionner des comportements qualifiés d'abusifs parce qu'ils peuvent entraîner la mauvaise performance de certains titres,

le disfonctionnement du marché, la perte de confiance des investisseurs et l'opacité dans l'exercice des décisions des agents économiques et des investisseurs institutionnels.

Elle organise la vigilance nécessaire pour lutter contre les atteintes à la transparence du marché et les comportements déviants (A). La Commission européenne et le Conseil de l'Union européenne intègrent dans le champ des abus de marché les cas où des investisseurs ont été lésés, directement ou indirectement, par d'autres qui ont utilisé à leur avantage ou à l'avantage de tiers des informations qui n'étaient pas publiques, ont faussé le mécanisme de fixation des cours d'instruments financiers en utilisant des informations fausses et trompeuses (B).

A- Les Concepts clés retenus par la directive 2003/6/CE³¹³

L'acte législatif final du 28 janvier 2003, entré en vigueur le 12 avril 2004, relève que l'objectif de la directive consiste à garantir l'intégrité des marchés financiers européens et à accroître la confiance que les investisseurs ont dans ces marchés en créant, dans les cadres de la lutte contre les abus de marché, des conditions de concurrence équitable pour tous les acteurs économiques des Etats membres. Les principales mesures contenues dans cette directive sont inhérentes à l'objectif central qui vise à développer la coopération européenne entre autorités administratives indépendantes, dotées des pouvoirs et compétences nécessaires pour assurer pleinement la régulation des marchés financiers et des bourses de valeurs européennes. Chaque autorité administrative indépendante se voyant dotée de pouvoirs de sanctions. Techniquement, la directive s'applique à tous les instruments financiers admis à la négociation sur au moins un marché réglementé dans l'Union européenne, y compris aux marchés primaires. La directive doit s'appliquer à toutes les opérations concernant ces instruments afin d'éviter que leur utilisation ne soit détournée et serve à des fins abusives sur des marchés non réglementés. Pour parvenir à exercer ce devoir de vigilance, la directive oblige à la transparence tous ceux qui recommandent au public des stratégies de placement ou qui utilisent des canaux de diffusion en les conduisant à divulguer leurs prises d'intérêt pertinentes. Elle garantit la liberté d'expression et la liberté de la presse tout en soulignant que « seuls les journalistes qui auront délibérément ou par négligence diffusé une information fausse et en auront tiré un profit financier ou autre relèveront du champ de la dite directive et pourront faire l'objet de sanctions ».

Il reste que la notion d'abus de marché n'est expressément définie ni par la directive « abus de marché » ni par le Règlement général de l'AMF. Le considérant 13 de la directive indique que

³¹³ La directive 2008/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 mars 2008 modifie la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), en ce qui concerne les compétences d'exécution conférées à la Commission. Selon, le considérant 4, « il convient d'habiliter la Commission à arrêter les mesures nécessaires pour la mise en œuvre de la directive 2003/6/CE, afin de tenir compte des évolutions techniques des marchés financiers et d'assurer une application uniforme de ladite directive. Ces mesures ont pour objet d'adapter des définitions, de préciser ou de compléter les dispositions de ladite directive par l'indication des modalités techniques permettant d'assurer la publication des informations privilégiées et des listes d'initiés, ainsi que la notification aux autorités compétentes des opérations suspectes et des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, et de présenter les travaux de recherche d'une façon équitable. Ces mesures ayant une portée générale et ayant pour objet de modifier des éléments non essentiels de la directive 2003/6/CE en la complétant par l'ajout de nouveaux éléments non essentiels, elles doivent être arrêtées selon la procédure de réglementation avec contrôle prévue à l'article 5 bis de la décision 1999/468/CE ».

le concept recouvre un ensemble de pratiques qui « nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments financiers ». La notion recouvre les délits d'initiés et les manipulations de cours.

Encadré n°1 : Protection de l'intégrité de l'information financière

(24) Une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers. Les acteurs économiques professionnels devraient contribuer à l'intégrité du marché par différents moyens. Ceux-ci pourraient comprendre, par exemple, l'établissement de "listes grises", la mise en place de fenêtres de négociation pour des catégories de personnel sensibles, le recours à des codes de conduite internes et la mise en place de "murailles de Chine". De telles mesures préventives ne peuvent contribuer à la lutte contre les abus de marché que si elles sont appliquées avec détermination et font l'objet d'un contrôle rigoureux. Un contrôle de l'application adéquate de ces mesures supposerait par exemple la désignation de responsables du respect des dispositions au sein des organes concernés ainsi que des vérifications périodiques effectuées par des contrôleurs indépendants.

(25) Les moyens modernes de communication permettent aux professionnels des marchés financiers et aux investisseurs privés de bénéficier d'une plus grande égalité dans l'accès aux informations financières, mais augmentent aussi le risque de diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Source : Directive abus de marché, considérants n° 24 & 25

B- Examen des travaux préparatoires conduisant à l'élaboration de la directive « abus de marché »

L'examen des travaux préparatoires à l'élaboration de la directive « abus de marché » repose, d'une part, sur le rapport Lamfalussy et, d'autre part, sur les avis motivés de la Banque centrale européenne et du Comité économique et social de l'Union européenne.

1. Le rapport Lamfalussy³¹⁴

Dans le cadre du Conseil européen de Stockholm de mars 2001, les chefs d'Etat ou de gouvernement ont approuvé le rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, comité présidé par A. Lamfalussy. Le rapport est à l'origine d'une large réflexion sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, conduisant à distinguer les principes cadres inclus dans la proposition de directive, et des modalités techniques de mise en œuvre qui sont du ressort des procédures de comitologie. La directive répond à cette logique, puisque ce texte énonce des principes cadres et délègue les compétences d'exécution à un second niveau.

Partant d'une évaluation quantitative, le comité observe qu'en volume, les marchés européens des valeurs mobilières ne représentent qu'environ 50% des marchés américains. Il constate

³¹⁴ Comité Lamfalussy, Rapport final du comité sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières, Bruxelles, 15 décembre 2001

que le développement du marché financier de l'Union européenne demeure confronté à une série d'obstacles interconnectés, tels que l'absence d'une réglementation européenne sur un grand nombre de points précis comme les prospectus, les garanties transfrontalières, les abus de marché, les services d'investissement, un système réglementaire inefficace, la coexistence d'une multitude de systèmes de négociation, de compensation, et de règlement-livraison ; cela a pour effet de morceler la liquidité et d'augmenter les coûts. De nombreux obstacles institutionnels viennent se greffer sur les obstacles techniques : différences entre systèmes juridiques, différences entre systèmes d'imposition, obstacles politiques liés au protectionnisme, obstacles sur le plan du commerce extérieur, obstacles culturels liés à des divergences en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, le rôle de la politique de concurrence, la consultation du marché, les normes de publicité et la culture d'entreprise. Le comité Lamfalussy considère que de nombreux avantages substantiels sont à retirer de la construction d'un marché intégré des capitaux dont la directive « abus de marché » constitue un pilier essentiel.

Ces avantages sont d'ordre macro-économique et micro-économique.

Sur le plan macro-économique, la productivité du capital et de la main d'œuvre augmentera, entraînant une croissance plus rapide du PIB et de l'emploi. La construction de marchés financiers ouverts, concurrentiels et innovants profitera à tous les Etats membres et notamment au développement de l'offre de capital-risque aux PME.

Sur le plan micro-économique, le comité souligne que les effets bénéfiques attendus seront étroitement liés à une affectation plus rationnelle des capitaux, une liquidité accrue profitant à toutes les sociétés et plus particulièrement aux PME, une baisse du coût des capitaux, des rendements nets plus élevés pour les investisseurs, une baisse du coût de la compensation et des règlement-livraisons transfrontaliers.

2. Avis consultatifs sollicités par le Conseil de l'Union européenne

L'élaboration de la directive « abus de marché » a nécessité l'avis de la Banque centrale européenne et du Comité économique et social de l'Union européenne.

a. Avis de la Banque centrale européenne (BCE)³¹⁵

La Banque centrale européenne constate que la directive 89/592/CEE du Conseil, datée du 13 novembre 1989, qui concerne la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, ne contient pas de dispositions communes à l'échelle européenne pour lutter contre les manipulations de marché ; elle se borne à proscrire l'usage constitutif d'abus d'informations privilégiées. Sollicitée par le Conseil de l'Union européenne, la BCE émet un avis le 22 novembre 2001. Elle considère qu'au niveau des Etats membres, les règles traitant d'abus de marché sont très disparates et elle formule une série de recommandations. Le constat et les propositions de la BCE sont construits autour de deux axes majeurs.

- L'énoncé d'objectifs fondamentaux. La BCE recommande de clarifier dans la proposition de directive les définitions fondamentales relatives à l'objectif de protection de l'intégrité du marché, de manière à éviter toute divergence d'interprétation entre les législations nationales des Etats membres.

³¹⁵ Banque centrale européenne, Avis sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marchés, Francfort-sur-le-Main, 22 novembre 2001.

- La convergence des pratiques. La BCE suggère d'envisager l'élargissement du champ de coopération, en introduisant une possibilité ou même une obligation de coopération et d'échanges d'informations dépassant une simple coopération entre autorités administratives. La BCE considère comme essentiel d'aborder les responsabilités individuelles attribuées aux autorités compétentes. La BCE fait remarquer que la convergence des pratiques en matière de surveillance est souhaitable pour assurer des conditions « de concurrence égales » ;

Encadré n°2 : Appréciation générale de la BCE sur les dispositifs normatifs

Le règlement sur l'application des normes comptables internationales, la directive sur les abus de marché et la future directive sur les prospectus constituent la base d'une amélioration fondamentale de l'efficacité globale des marchés financiers européens. La directive (transparence) proposée complète ledit projet en modernisant le cadre réglementaire européen en matière d'information financière et de publicité aux actionnaires.

L'introduction de normes de publicité harmonisées et améliorées aura des effets bénéfiques sur l'économie européenne en ce qu'elle favorisera l'efficacité des marchés, renforcera l'intégration des marchés financiers européens et contribuera à la stabilité financière de la zone euro. L'efficacité des marchés sera accrue car la divulgation d'informations actuelles, complètes et exactes par les émetteurs assure une meilleure recherche des prix. En retour, cela réduit les distorsions cachées en permettant aux marchés, aux émetteurs et aux investisseurs de comparer les possibilités d'investissement similaires en Europe, favorisant la concurrence et réduisant les incertitudes. Un cadre cohérent pour l'information financière de l'Union européenne (UE), exécuté correctement et uniformément, améliorera également la confiance des investisseurs dans l'intégrité du système financier européen et les encouragera à investir dans une gamme plus large de sociétés européennes. Cela engendra une attribution plus efficace des ressources aux sociétés qui sont le mieux à même de les utiliser.

Source : Banque centrale européenne, avis sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE [COM(2003) 138 final], 30 septembre 2003, pp. 1-2

b. Avis du Comité économique et social de l'Union européenne³¹⁶

Le Comité économique et social de l'Union européenne, dans un avis rendu le 17 janvier 2002 formule des critiques d'ordre sémantique et normatif.

- Critiques sémantiques :

Le CES fait remarquer l'incertitude qui résulte de l'emploi recherché du terme raisonnable. L'article 6.§4 oblige les personnes chargées de la production ou de la diffusion d'informations au public à agir avec une « attention raisonnable », mais le projet de directive n'indique pas quelle est la norme en l'espèce. L'article 6.§5 interdit à quiconque de s'engager dans une

³¹⁶ Comité économique et social de l'Union européenne, Avis du Comité économique et social sur les « Opérations d'initiés et manipulations de marché », Bruxelles, 17 janvier 2002

transaction si la personne concernée « peut raisonnablement suspecter » que la transaction est fondée sur une information privilégiée sans définir l'expression mentionnée.

Le texte ne précise effectivement pas comment la notion de raisonnable sera traitée. De plus, la proposition de directive n'apporte pas de réponses concernant la charge de la preuve. Ces critiques demeureront sans suite, puisque la directive maintient les notions « d'attention raisonnable (article 6§5) et intègre le concept de « raisons de suspecter » (article 6§9) sans apporter de réponses claires aux objections du Comité économique et social.

- Critiques inhérentes aux divergences nationales d'ordre normatif :

Le Comité économique et social fait encore remarquer que le projet de directive devrait « réduire les ambiguïtés d'interprétation et le risque de divergences qui en résulte concernant la mise en œuvre et l'application du droit sur l'ensemble du territoire de l'UE »³¹⁷. Le critère d'intention et l'admissibilité d'un moyen de défense qui serait l'absence d'intention de manipuler doivent être au cœur de la réflexion. Cela conduit le Comité économique et social à considérer qu'« en étant plus « proactif » dans l'application du droit sans améliorer les qualifications et les systèmes, l'on risque de porter atteinte aux opérations effectuées par des intervenants qui agissent de bonne foi sur les marchés, en même temps que l'on risque de ne rien faire pour entraver les agissements de ceux qui sont véritablement coupables ». (Considérant 4.8).

Le Comité économique et social propose une série de mesures visant à clarifier le texte en définissant précisément l'opération d'initié, en intégrant des obligations précises en matière de publication d'informations et en veillant à ce que tous les Etats mettent en œuvre des sanctions administratives efficaces et appropriées.

3. Analyse des amendements en première lecture proposés par le Parlement européen et des avis du Conseil de l'Union européenne

Le Conseil de l'Union européenne retient que la position commune « suit très largement l'approche adoptée dans la proposition de la commission telle qu'amendée par le Parlement européen, et ne s'en écarte que sur quelques points. Sur les 77 amendements proposés par le Parlement européen, 60 ont été intégralement repris dans la position commune, la plupart d'entre eux mot à mot et 10 amendements n'ont été repris qu'en partie.

Les amendements du Parlement européen repris dans les considérants figurant en préambule concernent la procédure de comitologie, l'autorité compétente unique, les sanctions, la coopération, le respect des droits de l'homme, les attaques terroristes, la transparence, l'égalité de traitement et les mesures préventives

L'analyse synthétique des amendements conduit à relever trois axes essentiels dans la construction de la position commune, le premier portant sur le concept *lato sensu* d'information, le second sur l'organisation de la surveillance des marchés et le troisième étant inhérent aux OPA et aux interdictions relatives aux opérations d'initiés et de manipulation de cours.

³¹⁷ Avis du Comité économique et social de l'Union européenne, Conclusion, 17 janvier 2002

- L'information

1. Le Parlement européen, dans le cadre de l'amendement n°4, livre de l'information privilégiée la définition suivante : « une information susceptible d'influencer de façon sensible la formation et l'évolution des cours d'un marché réglementé (...) » ;
2. L'amendement n°5 permet la prise en compte des moyens modernes de communication comme d'un facteur accroissant les risques de diffusion d'informations fausses et mensongères ;
3. L'amendement n° 6 repris à l'article 6 vise à accroître la transparence sur les marchés financiers : « Une plus grande transparence des transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et de leurs proches au sein des émetteurs doit être recherchée. L'Europe doit adopter un mécanisme transparent de déclaration, à l'instar des Etats-Unis, où il existe depuis des décennies à la satisfaction générale » ;
4. L'amendement 39 sur les mesures d'exécution relatives à l'établissement de la liste des personnes ayant accès à des informations privilégiées est repris à l'article 6.10° comme une condition inhérente à la publicité des informations. « Afin de resserrer l'éventail très large des informations privilégiées que doivent rendre publiques les émetteurs d'instruments financiers, la position commune limite cette obligation aux informations qui concernent directement lesdits émetteurs. Elle reprend en outre l'amendement du Parlement concernant la publication de ces informations sur le site internet des émetteurs »³¹⁸. Concernant la possibilité de différer la publication d'une information privilégiée, la position commune prévoit que l'émetteur communique préalablement à l'autorité compétente sa décision de différer cette publication. Elle laisse aux Etats membres le choix d'imposer ou non cette notification.
5. Par contre les amendements 20 et 21 n'ont pas été repris dans la position commune, « le conseil ayant estimé que les définitions d'« informations à caractère précis » et d'« informations rendues publiques » pourraient restreindre inutilement la portée du texte.

- Pouvoirs d'investigation et organisation de la surveillance

1. Autorités compétentes :
L'article 11 reprend partiellement l'amendement 51. Le Conseil estime que le fait d'obliger les Etats membres à créer un comité consultatif irait à l'encontre du principe de subsidiarité énoncé dans le traité. Le Conseil laisse aux Etats membres le soin de mettre en œuvre cette disposition.
2. Organisation de la surveillance et sanctions :
L'amendement 15, repris dans le préambule, précise clairement que « l'organisation de la surveillance et des pouvoirs d'enquête dans chacun des Etats membres ne saurait faire obstacle à la coopération entre les autorités nationales compétentes. La position commune reflète l'amendement du Parlement européen qui prévoit l'introduction d'une disposition stipulant que les autorités compétentes prennent les mesures nécessaires afin que le public soit correctement informé. « Elle introduit l'obligation pour les institutions publiques de diffuser de manière équitable les statistiques susceptibles d'avoir une influence notable sur les marchés financiers. Enfin, elle supprime la proposition de la Commission d'interdire aux intermédiaires financiers de s'engager dans des transactions suspectes. Elle

³¹⁸ Conseil : position commune COD/2001/0118

impose, en lieu et place, à ces intermédiaires de notifier la transaction suspecte à l'autorité compétente »³¹⁹. Conformément au souhait du Parlement, la position commune précise que les Etats membres conservent le droit d'imposer des sanctions pénales mais que celles-ci ne sont pas couvertes par la directive (principe de subsidiarité). Elle demande par ailleurs à la Commission d'établir une liste indicative des mesures et sanctions administratives. Enfin, la position commune prévoit une exception à la publication des mesures ou sanctions administratives dans les cas où elle risque de perturber gravement les marchés. « En cas de refus d'une autorité compétente de donner suite à une demande de l'autorité compétente d'un autre Etat membre, la position commune prévoit que la question soit abordée au sein du comité européen des marchés des valeurs mobilières »³²⁰.

- Interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché

Le Conseil ne reprend pas l'amendement 30 qui se référait aux offres publiques d'acquisition (OPA et OPE). « Préalablement à ces opérations, il n'est pas rare que les négociations entre la société potentiellement offrante et la société convoitée conduisent à l'échange d'informations privilégiées. Il est donc nécessaire qu'une société convoitée ne puisse empêcher le déclenchement d'une offre publique d'acquisition en révélant des informations privilégiées à la société sur le point de lancer une telle procédure »³²¹. Le Conseil s'est montré réticent à l'idée d'insérer une disposition spéciale et s'est référé explicitement aux offres publiques d'acquisition, omettant les fusions. C'est la raison pour laquelle le considérant 29 énonce finalement que « le fait d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à la prise de contrôle de cette société ou d'une proposition de fusion avec cette société ne devrait pas être réputé constituer en soi une opération d'initié ».

4. Avis de la Commission européenne sur les amendements relatifs au projet de recommandation pour la deuxième lecture

La Commission accepte dans leur totalité les 5 amendements à la position commune adoptée par le Parlement européen. En conséquence, les amendements acceptés par la Commission européenne visent à préciser que les opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes doivent être publiées au moins individuellement, et à exiger que les Etats membres garantissent le financement approprié à l'autorité compétente et que les règles régissant la profession de journaliste, y compris l'autoréglementation, soient prises en compte dans l'élaboration des mesures d'application par voie de comitologie.

La vigilance des autorités compétentes portera donc sur la transparence des pratiques de marché des participants. Il s'agira pour elles de déterminer si une pratique donnée peut être évaluée comme acceptable ou non. Il convient de les alerter si les pratiques propres à un marché donné sont de nature à compromettre directement ou indirectement l'intégrité du marché en question. Cette transparence demeure liée à l'interdiction de communiquer des informations privilégiées, ce qui conduit à en renforcer la sécurité juridique et à permettre

³¹⁹ Ibid

³²⁰ Ibid

³²¹ *Parlement européen*, Rapport I sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), p. 27

l'établissement, par les émetteurs ou les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte, de listes de personnes travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou autre et ayant accès à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur. Cette mesure, utile pour renforcer la protection de l'intégrité du marché, doit permettre aux émetteurs et aux autorités compétentes d'identifier les informations privilégiées auxquelles un initié a accès et de déterminer la date à laquelle il y a eu accès.

L'arrêt de la Cour de justice des Communautés européennes du 22 novembre 2005³²², eu égard à l'article 3 de la directive 89/592/CEE, apporte un éclairage pertinent sur l'interprétation du concept d'information privilégiée, « une personne qui reçoit des informations privilégiées en sa qualité de représentant des travailleurs au sein du conseil d'administration d'une société ou en sa qualité de membre du comité de liaison d'un groupe d'entreprises, ne doit pas communiquer de telles informations au président de l'organisation professionnelle qui regroupe ces travailleurs et qui a désigné cette personne comme membre du comité de liaison, sauf s'il existe un lien étroit entre la communication et l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions et si cette communication est strictement nécessaire à l'exercice de son travail, de sa profession ou des fonctions qu'il occupe ». Il est fort probable que les juridictions nationales, renforcées par la transposition de la directive « abus de marché » interpréteront à la fois strictement l'interdiction de communiquer des informations privilégiées et la sensibilité juridique qui émane de ce concept.

III- Le règlement CE n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers

Le dispositif issu du règlement d'application de la directive « abus de marché » repose sur deux propositions principales : « le rachat est en principe une manipulation de cours prohibée ; mais certains rachats peuvent être légitimes »³²³. Le règlement européen 2273/2003, entré directement en application en droit français le 13 octobre 2004, considère cependant que certaines raisons de rachat peuvent être légitimes. Dans certaines conditions, les opérations bénéficient d'une « présomption irréfragable de légitimité ». L'article 3 du règlement précise qu'il s'agit des cas où la réduction de capital de la société émettrice a pour but l'annulation des titres, ou l'attribution des actions aux titulaires de titres de créances « convertibles en actions » ou encore, l'attribution de ces actions aux salariés ou à des sociétés du même groupe, notamment pour couvrir un plan de stock options³²⁴.

L'article 3 du règlement autorise donc les rachats lorsqu'il s'agit de réduire le capital d'un émetteur en valeur ou en nombre d'actions, ou de permettre à l'émetteur d'honorer des obligations envers des détenteurs de titres de créances convertibles en titre de capital qui exercent leurs droits ou envers les bénéficiaires de programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés de l'émetteur ou d'une entreprise associée (par exemple, participation des salariés aux résultats de l'entreprise, levée d'options d'achats consenties au personnel)³²⁵.

³²² CJCE, 22 novembre 2005, *Grongaard*, C-384/02, C 36/1

³²³ D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Lexis Nexis, Litec, novembre 2005, pp. 315-318

³²⁴ D'après Ibid,

³²⁵ D'après Ibid,

Le considérant n° 3 du règlement donne la limite des autorisations prévues : les exemptions « ne couvrent que les comportements qui sont liés directement à l'objectif des activités de rachat et de stabilisation. Ceux dont ce n'est pas le cas sont donc considérés comme n'importe quelle action entrant dans le champ de la directive 2003/6/CE et peuvent faire l'objet de sanctions ou de mesures administratives si l'autorité compétente établit qu'ils constituent un abus de marché ».

L'article 6.1°a&b du règlement CE n° 2273/2003 apporte de nombreuses précisions sur les restrictions envisagées. L'émetteur doit s'abstenir durant sa participation à un programme de rachat, de procéder à la vente d'actions propres pendant la durée du programme, sauf dans le cas de « mise en place d'un programme de rachat assorti d'un calendrier précis » (art. 6. 3° a.). Il est également interdit à l'émetteur de revendre ses actions propres si le programme de rachat est confié à une banque ou à un prestataire de services d'investissement agissant de façon indépendante (art. 6. 3° b.), c'est-à-dire à un professionnel habilité à décider seul des dates et des quantités de titres à céder sans être influencé par l'émetteur. Il est à noter, cependant, que l'article 6.1° a ne s'applique pas si l'émetteur est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit et qu'il a installé des cloisons étanches sur le plan de l'information (« murailles de Chine »), soumises au contrôle des autorités compétentes, entre les personnes responsables du traitement d'informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et celles responsables de toute décision concernant la négociation d'actions propres(...) lorsqu'elles négocient des actions propres sur la base d'une telle décision (art 6.2°)

L'exercice de la vigilance porte sur la traçabilité des opérations. En effet, Daniel OHL remarque que les émetteurs peuvent procéder à des acquisitions par les moyens les plus divers, tels que l'acquisition hors bourse de blocs de titres et l'utilisation d'instruments dérivés notamment l'achat d'options d'achat. De plus, l'article 6.1°b énonce que les rachats ne doivent pas être effectués « durant une période qui, selon le droit national de l'Etat membre dans lequel ont lieu ces opérations, constitue une fenêtre négative ». C'est-à-dire, des périodes pendant lesquelles les actions ne pourront pas être acquises par l'émetteur³²⁶. Il importe de ne pas peser sur les tendances du marché.

IV- La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché

La directive 2003/124/CE porte sur deux axes principaux, l'approfondissement des définitions des informations privilégiées et des définitions des manipulations de marché. Sa finalité consiste à « guider à la fois les participants au marché et les autorités compétentes » (considérant 6) pour que soient pris en compte un certain nombre de signaux lorsqu'ils examinent des comportements potentiellement constitutifs de manipulation de marché.

La directive porte sur le concept d'information privilégiée (article 1^{er}), en particulier les modes et délais de publication des informations privilégiées (article 2) ce qui conduit « les Etats membres à s'assurer que l'émetteur ne combine pas, d'une manière susceptible d'induire en erreur, la fourniture d'informations privilégiées au public et le marketing de ses activités ».

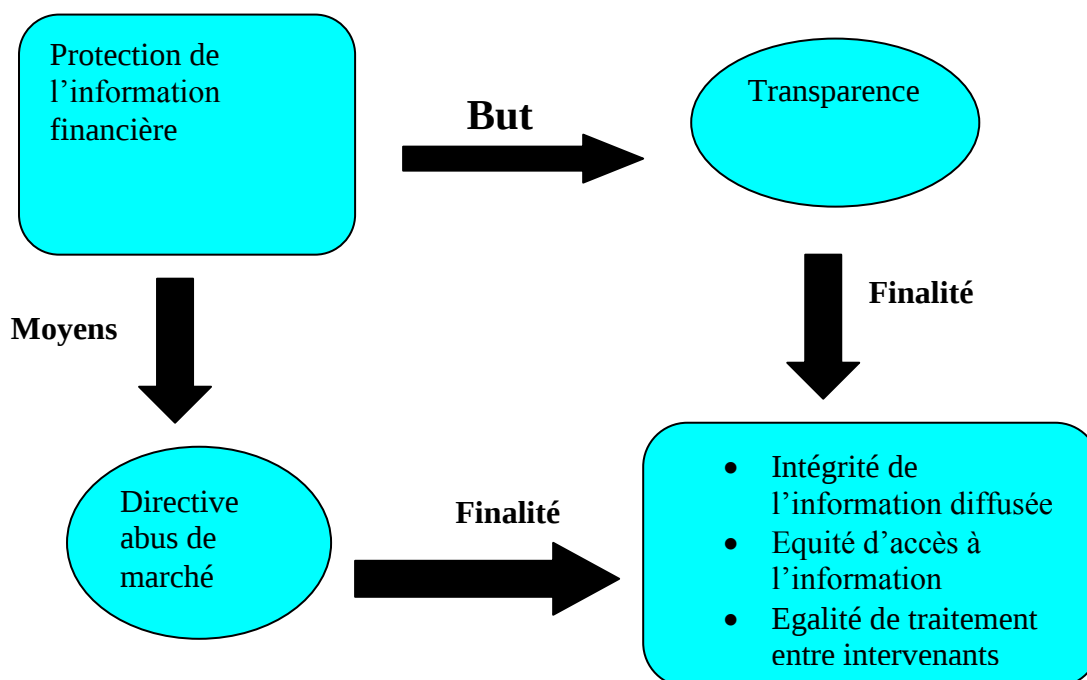
³²⁶ Ibid, p. 318

(article 2. 1. §.2). Cette disposition oblige à être vigilant quant à la diffusion de communiqués de presse. L'article 3 porte sur « les intérêts légitimes justifiant le report de l'information du public et la confidentialité ». Les intérêts légitimes peuvent être liés à la nécessité de reporter la diffusion d'informations au public « en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur ». Les articles 4 et 5 portent sur les manipulations d'informations, l'article 4 traite des « manipulations consistant à donner des indications fausses et trompeuses ou à fixer les cours à un niveau anormal ou artificiel » et l'article 5 apporte des précisions sur l'application de l'article 1^{er}, point 2.b) de la directive 2003/6/CE visant les manipulations qui consistent à recourir à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

Conclusion du chapitre 1 :

La directive « abus de marché » est une réponse européenne élaborée face aux scandales financiers et aux fraudes comptables des années 2001 et 2002. En couvrant le champ des délits et manquements d'initiés et en définissant les délits et manquement de manipulation de marché, cette directive constitue le cadre juridique de référence pour redonner de la confiance aux investisseurs et assurer l'équité d'accès à l'information financière.

Schéma n°2 : Impact de la directive « abus de marché » sur la qualité de l'information financière



Chapitre 2 : L'information privilégiée

Plan du chapitre :

Section 1 : Approche juridique du concept d'information privilégiée

I- Définition et spécificité du concept d'information privilégiée

A. Une information précise et certaine

B. Une information sensible

C. Une information objective et confidentielle entraînant une obligation d'abstention

II- La protection de l'information privilégiée dans le cadre de la procédure de « data room »

A. Définition de la procédure de « data room »

B. Mise en œuvre de la procédure de « data room »

C. La procédure de « data room » soulève la question du fonctionnement réel des marchés financiers

Section 2 : Le dualisme des sanctions de l'utilisation d'informations privilégiées

I- Genèse du délit d'initié par l'utilisation d'informations privilégiées

A. Détermination de la qualité d'initié

1. Les initiés primaires

2. Les initiés secondaires

3. Les initiés tertiaires

4. Dispense de déclaration des listes d'initiés à la CNIL

B. Comportements répréhensibles

1. Prise en compte de la matérialité de l'acte délictuel

2. Détermination de l'intentionnalité conduisant au délit d'initié

C. Sanctions du délit d'initié

II- La diffusion d'une information privilégiée contrevenant à une obligation d'abstention constitue un manquement administratif

A. Champ d'application du manquement d'initié

B. Preuves du manquement d'initié

C. Sanctions relatives au manquement d'initié

1. Les sanctions disciplinaires

2. Les sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF

Conclusion du chapitre 2

Résumé :

L'information privilégiée demeure un concept central pour comprendre la nécessité d'un cadre normatif protecteur dont la mission essentielle consiste à assurer l'égalité de traitement entre intervenants et l'équité d'accès à l'information. La protection de l'intégrité des informations financières non publiques passe par des dispositifs sanctionnant les délits d'initiés sur le plan judiciaire ou les manquements d'initiés sur le plan administratif.

La transparence des marchés financiers repose sur la disponibilité d'une information en quantité illimitée, publique et accessible, autant de qualités qui confèrent à l'information privilégiée ou information non publique, un statut spécial.

Aborder le concept de l'information privilégiée sous l'angle normatif constitue un paradoxe dans la mesure où la résultante de l'utilisation qui en est faite demeure prépondérante et l'emporte sur l'approche causale. Les délits et manquements d'initié sont généralement abordés sous l'angle doctrinal avant que ne soit défini le concept d'information privilégiée, lui-même conditionné par l'état de fonctionnement des marchés financiers. A l'opposé, les analyses économiques portant sur le marché boursier, n'intègrent que très sommairement les conséquences d'une telle utilisation. Il existe donc un double biais dans l'approche du concept d'information privilégiée. Le premier consistant à se focaliser, dans le domaine de la recherche juridique, sur le résultat et le second, inhérent à la recherche sur l'efficacité des marchés financiers, conduisant à perdre de vue les conditions réelles de fonctionnement de la « bourse ».

L'approche juridique du concept d'information privilégiée (section 1) constituera la clé de compréhension des délits et manquements d'initié sanctionnés à la fois pénalement et par l'Autorité des marchés financiers (section 2).

Section 1 : Approche juridique du concept d'information privilégiée

Régulièrement considéré par la doctrine juridique comme secondaire³²⁷, le concept d'information privilégiée doit au contraire être placé au cœur des connaissances visant à appréhender l'infraction pénale du délit d'initié et le manquement administratif inhérent au devoir d'abstention dans l'utilisation de ces informations. C'est en fait l'existence d'une rentabilité anormale indiquant que le jeu du marché a été faussé qui conduit à s'interroger sur la source des troubles provoqués : l'information privilégiée. C'est la raison pour laquelle, il convient d'étudier à la fois de façon générale et précise le concept d'information privilégiée (I). Cela conduira à observer les procédures qui permettent d'assurer une certaine protection des intérêts des investisseurs en situation d'offre publique. Il s'agit alors de protéger les informations privilégiées et leur diffusion. La procédure de *data room*, « chambre close » regorgeant d'informations sensibles s'impose comme la réponse idoine au respect du principe d'égalité entre investisseurs (II).

I- Définition et spécificité du concept d'information privilégiée

La directive « abus de marché » apporte un éclairage pertinent sur le concept d'information privilégiée : information financière précise, inhérente à des émetteurs ou à des instruments financiers, qui n'a pas été rendue publique mais qui serait susceptible d'influencer le cours d'un instrument financier si elle était communiquée.

Le considérant n°16 indique que « l'information privilégiée est toute information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs

³²⁷ La doctrine juridique privilégie l'étude des délits et manquements d'initié. L'information privilégiée n'apparaît pas comme essentielle mais secondaire dans les manuels et traités de droit pénal des affaires.

instruments financiers. Une information qui pourrait influencer de façon sensible l'évolution et la formation des cours d'un marché réglementé en tant que tel pourrait être considérée comme une information qui concerne indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers dérivés qui leur sont liés ». L'article premier de cette directive reprend cette définition. L'alinéa 3 de cet article premier précise que « pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, on entend également par "information privilégiée" toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client (...) ».

En droit français, la définition est reprise par l'alinéa 1 de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF mais elle ne figure pas au Code monétaire et financier.

La pertinence de la notion d'information privilégiée s'évalue à travers les qualités que revêt ce concept. La détermination des critères conduisant à qualifier une information de privilégiée permettent également de cibler les utilisateurs initiés.

L'information privilégiée doit être précise (A), sensible (B), objective, confidentielle et de nature à entraîner une obligation d'abstention (C). C'est en fonction de sa capacité à réaliser ces objectifs que la pertinence de la notion peut être évaluée.

A. Une information précise et certaine

L'alinéa 2 de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF énonce qu'« une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui est susceptible de se produire et, s'il est possible, d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés ». Une information précise ne peut reposer sur une rumeur. « L'information privilégiée doit être précise, certaine et confidentielle, ces caractères s'appréciant en fonction de l'espèce, la précision pouvant notamment résulter de la spécificité de l'activité économique de l'entreprise, objet de telles informations, ainsi que de la particulière connaissance du bénéficiaire desdites informations »³²⁸.

L'AMF s'est penchée sur le degré d'imprécision des comptes dans le cadre de la décision *Cibox interactive* du 7 janvier 2003³²⁹. Le résultat consolidé avait été communiqué au public, alors que « la société Cibox ne disposait pas de tous les éléments permettant de déterminer ce résultat avec précision et exactitude ». Les travaux d'analyse des comptes clients et avoirs à établir ainsi que la nécessité de provisionner certains clients litigieux n'avaient pas été achevés³³⁰. L'AMF considère qu'une société manque également à son obligation de précision lorsque la société, dans une lettre aux actionnaires, mentionne « une belle croissance depuis trois ans » et ajoute que « 1994

³²⁸ Cass. crim., 26 juin 1995, aff. BUE- Ruche méridionale, *Bull. Joly Bourse*, juillet-août 1995, p. 285 § 53, note P. Le Cannu ; *Petites Affiches*, 26 juillet 1995, p. 44, note C. Ducouloux-Favard ; *Rev. Sociétés*, 1995, p. 562, note B. Boulloc ; *JCP*, 1996, éd E, II, 766, note A. Viandier, cité par Thierry Bonneau, France Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e édition, 2005, p. 451

³²⁹ *Bull. Cob* mai 2003, p. 69

³³⁰ Cité par S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché*, éditions JOLY, avril 2007, p. 198

serait pour eux une très bonne année » alors que la croissance s'était considérablement ralentie et que la lettre n'indiquait pas les chiffres d'affaires connus de la société³³¹.

Une information précise, vivante et ouverte résulte de sources formelles et informelles dont la teneur repose sur des faits avérés et non des rumeurs hautement incertaines. Le degré de précision repose sur quatre types d'informations³³² :

- Les informations « de type texte » provenant des documents légaux, des journaux d'entreprise, des rapports internes, des manuels d'utilisation, des études professionnelles réalisées par des organismes publics ;
- Les informations « de type firme » définies comme celles qu'il faut aller chercher à l'extérieur par une visite active, par exemple visite de clients ou réunions ;
- L'information « de type expertise » pouvant être obtenue à l'intérieur de la société au moyen d'une analyse technique objective de la situation des départements et services financiers, comptables et commerciaux. Ces savoirs internes sont caractéristiques d'une information stratégique qualifiable de privilégiée dans la mesure où ils retracent la mémoire de l'entreprise et se construisent autour d'une démarche prospective fort utile en situation d'offre publique ;
- Les informations « de type foires et expositions », de nature bien plus commerciale que financière, ces informations se construisant à partir de partenariats privilégiés.

En l'occurrence, la cour d'appel de Paris dont la décision a été confirmée par la Cour de cassation sur ce point, soutenait que la notion d'information précise « n'est pas nécessairement complète, elle doit concerner un projet suffisamment élaboré pour être mené à son terme, même si des aléas sont toujours possible, avoir un caractère confidentiel, donc inconnu du public, son utilisation doit être susceptible d'influer sur le cours de l'action, des rumeurs ne constituant pas une information privilégiée »³³³.

En conséquence, pour qu'un délit d'initié soit avéré, il s'agit, selon la Cour de cassation, de déterminer si les prévenus ont réellement reçu une information privilégiée précise et si ils l'ont utilisée sciemment pour réaliser des opérations sur le titre. La définition retenue par la Cour de cassation ne diffère pas des positions retenues précédemment par la cour d'appel de Paris et la Cour de cassation dans le cadre de son arrêt du 26 juin 1995.

Deux éléments se dégagent de cet arrêt, la confidentialité et la précision. « La confidentialité de l'information est justifiée par la théorie économique ; si certains agents économiques utilisent une information boursière inconnue du grand public pour en tirer profit, alors d'autres opérateurs peuvent perdre confiance dans le marché et diriger leur capacité de financement vers d'autres placements. La Cour de cassation confirme ici sa vision large de la confidentialité »³³⁴.

³³¹ Dèc. Sanction COB, 1^{er} juin 1995, aff. *Welcom International*, Bull. COB, juin 1995, p. 15 cité par S. Loyrette, op. cit, p. 200

³³² D. Rouach, La veille technologique et l'intelligence économique, Presses Universitaires de France, Que-sais-je ?, juin 1996, pp. 37-41

³³³ Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, FS-P+F.S. : Juris -Data n° 2006-034236, JCP ed Entreprises et affaires, 2007, 1146, note G. Royer

³³⁴ Ibid

Concernant le degré de précision, Il importe de rappeler que « si de vagues rumeurs ne remplissent pas l'exigence prétorienne (...), une information portant sur un projet futur peut être « précise » si elle s'accompagne de suffisamment de détails »³³⁵.

Si ces deux critères récurrents définissent l'information privilégiée, l'arrêt insiste aussi sur le « caractère déterminant » que peut avoir l'information en question. L'élément moral permettant de qualifier le délit d'initié apparaît en l'espèce crucial. Ce qui conduit l'auteur à considérer « qu'il est donc nécessaire que le juge pénal veille à ce que le débat relatif au caractère déterminant de l'information s'effectue lors de la qualification juridique et non à l'occasion de leur éventuelle justification »³³⁶. Le caractère déterminant permet ainsi au prévenu d'échapper à toute condamnation « en prouvant que son intervention sur le marché financier n'était pas dictée par la connaissance de l'information privilégiée mais par une stratégie financière préalablement définie »³³⁷. Pour le commentateur, cette position n'est pas sans risque sur le plan doctrinal car « elle permettrait d'engendrer une confusion en faisant de la prise en compte du mobile une cause justificative du délit d'initié »³³⁸.

En fait, à la lumière de cet arrêt de la Cour de cassation, il importe de savoir si un délit d'initié se conçoit comme l'utilisation abusive d'une information privilégiée de nature à remettre en cause la confiance des investisseurs ou si la qualification pénale du délit d'initié repose sur la dimension intentionnelle de l'utilisation de l'information stratégique.

B. Une information sensible

L'alinéa 3 de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF dispose : « Une information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ». Une information privilégiée est de nature à orienter le marché dans un certain sens impliquant pour l'opérateur initié l'opportunité d'anticiper la sensibilité et la volatilité du marché. Par contre, une information qui serait sans incidence sur l'évolution des cours ne peut *a posteriori* être qualifiée de privilégiée.

C'est ce que confirme l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 15 novembre 1994 qui souligne le rapport de cause à effet entre une information privilégiée et la valeur du titre concerné par cette information. « Considérant que l'information dont disposait Zodiac sur la cession prochaine du contrôle majoritaire de Sicma dans une fourchette de prix par titre Sicma se situant entre (X et Y) avait nécessairement une incidence sur le cours de la valeur ; Que si elle avait été connue des opérateurs elle aurait provoqué des demandes d'acquisition de la part de ceux-ci, assurés de pouvoir les céder avec une plus-value dans le cadre d'une OPA et, la demande augmentant, elle aurait entraîné une hausse des cours »³³⁹.

Le considérant 17 de la directive 2003/6/CE précise, en outre, que la sensibilité d'une information sera appréciée en fonction « des activités criminelles, dont la préparation ou

³³⁵ Ibid

³³⁶ Ibid

³³⁷ Cette position a été révélée par un arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 9 avril 1996. (Cass. com. 9 avril 1996 : Bull Joly Bourse 1996, p. 305, note F. Peltier).

³³⁸ Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, FS-P+F.S. : Juris -Data n° 2006-034236, JCP ed Entreprises et affaires, 2007, 1146, note G. Royer

³³⁹ CA Paris, 15 novembre 1994, Zodiac : Bull Joly Bourse 1995, p. 9 cité par D.Ohl, op. cit p. 304

l'exécution pourrait avoir une influence sensible sur le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ou sur la formation des cours sur un marché réglementé en tant que tel ».

La sensibilité d'une information privilégiée demeure protéiforme en raison de la dimension stratégique qu'elle recouvre. Une information n'est sensible qu'en raison de circonstances spécifiques induisant une variabilité constante dans sa reconnaissance. Les opinions juridiques formulées par les conseillers juridiques internes ou externes de la société, les rapports d'audit, les correspondances échangées avec ces conseillers juridiques ou conseillers managériaux portant sur des transactions en cours de négociation ou faisant l'objet d'un litige, deviennent « sensibles » lorsque la pérennité du groupe est menacée ou des procédures de croissance externe engagées. Les renseignements détenus par les employés, les cadres et dirigeants peuvent devenir, en fonction des circonstances, des informations privilégiées. Les informations portant sur les méthodes d'approvisionnement peuvent être déterminantes lorsqu'elles concernent un sous-traitant en situation de cessation de paiement. Les informations sur la propriété intellectuelle sont caractéristiques des informations sensibles dans des secteurs très innovants ou liés aux nouvelles technologies. Il en résulte que la « simple » détention d'une information financière ne suffit pas à caractériser l'information comme sensible. Le contexte économique, politique et social est essentiel pour approcher la mesure effective d'une information privilégiée.

C. Une information objective et confidentielle entraînant une obligation d'abstention

C'est l'utilisation et non la détention d'une information privilégiée qui, rompant l'égalité de traitement entre investisseurs, conditionne l'existence du délit ; la détention d'une information normalement confidentielle engendre donc une obligation de s'abstenir de la diffuser et de l'utiliser. Le non-respect de cette obligation d'abstention se traduit par un manquement d'initié.

L'alinéa 1 de l'article 622-1 du Règlement général de l'AMF dispose que toute personne « doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés ». Le rapport du Sénat sur le projet de loi portant adaptation du droit communautaire dans le domaine des marchés financiers relève que cette abstention d'intervention sur les marchés s'accompagne d'une abstention de communication ou de recommandation à des tiers.

Les obligations d'abstention sont liées à la qualité des personnes visées par l'article 622-2 du Règlement général de l'AMF. Sont ainsi concernés, les membres des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, les personnes détenant une participation dans le capital de l'émetteur, les personnes qui ont accès à l'information du fait de leur travail, profession, fonction, participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ou les personnes dont les activités sont susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits. « S'il s'agit d'une personne morale, les obligations d'abstention s'appliquent aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour son compte. Les obligations d'abstention s'appliquent également, ce qui semble pour le moins logique, à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui « sait ou aurait dû savoir » qu'il s'agit d'une telle information »³⁴⁰.

³⁴⁰ Rapport P. Marini, n°309, *doc. Sénat*, 2004-2005, Projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers.

L'article 622-1 du Règlement général de l'AMF précise que les personnes visées à l'article 622-2 doivent également s'abstenir de « communiquer cette information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée et de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés ». Le deuxième moyen de cassation présenté devant la Chambre criminelle dans l'arrêt du 26 juin 1995 soutenait que « l'information privilégiée s'oppose légalement à la notion d'estimation financière opérée par un expert, la licéité de cette dernière opération n'étant point contestable ; que par voie de conséquence, ni la compétence, ni davantage la spécialité de l'opérateur ne peuvent être prises en considération s'agissant de caractériser l'information privilégiée »³⁴¹. En conséquence, la capacité d'analyse et de déduction de certains opérateurs et experts constitue une valeur ajoutée et non une information privilégiée selon l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 6 juillet 1994³⁴². De fait, le caractère privilégié ne saurait résulter selon l'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 26 juin 1995 « de l'analyse que peut faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu »³⁴³.

La Commission des sanctions de l'AMF, dans le cadre de sa décision du 23 octobre 2008, a précisé que l'information privilégiée concerne non seulement les résultats définitifs mais aussi les résultats prévisionnels inducteurs d'impact positif sur la perception des comptes. C'est la raison pour la quelle il a été fait grief à M. B , alors qu'il était actionnaire majoritaire et Président Directeur Général de la société MO., d'avoir, (i) en janvier 2005, « utilisé des informations privilégiées relatives au chiffre d'affaires de MO pendant son exercice 2004 et à une estimation de son résultat d'exploitation 2004 » et (ii) d'avoir utilisé « en février et mars 2005, une autre information privilégiée, relative aux comptes consolidés 2004 de la société MO »³⁴⁴.

Encadré n° 1 : Influence des informations prévisionnelles diffusées

(..)

Considérant qu'en l'espèce les informations relatives au chiffre d'affaires 2004 de la société MO et à l'estimation de son résultat d'exploitation consolidé 2004, publiées le 19 janvier 2005, étaient précises et non publiques avant cette date ; que le montant du chiffre d'affaires annuel 2004 de la société MO, évalué à 27,3 millions d'euros lors du communiqué du 19 janvier 2005, était au-dessus des perspectives annoncées le 12 octobre 2004 - entre 26 et 27 millions d'euros - et en augmentation de 13,4 % sur un an ; que surtout le résultat d'exploitation consolidé 2004 annoncé le 19 janvier 2005 comme étant de « l'ordre de 6 % » de son chiffre d'affaires, soit 1,6 million d'euros, était très supérieur aux attentes et aux perspectives annoncées le 12 octobre 2004, la société s'étant bornée à indiquer par communiqué du 12 octobre 2004 que, « *sauf évènement exceptionnel, le résultat*

³⁴¹ Cass. crim., 26 juin 1995, préc.

³⁴² CA Paris, 6 juillet 1994 : Bull. joly Bourse et produits financiers 1994, p. 583, note M. Jeantin ; *Petites Affiches*, 16 novembre 1994, p. 17, note C. Ducouloux-Favard

³⁴³ Cass. crim., 26 juin 1995, préc.

³⁴⁴ AMF, Commission des sanctions, 23 octobre 2008, p. 2

d'exploitation et la capacité d'autofinancement consolidés devraient être positifs et confirmer le redressement du groupe » ;

Considérant, il est vrai, que M. B. invoque un « communiqué » daté du 2 décembre 2004 qui indique que le groupe MO maintient « *ses précédentes estimations d'un chiffre d'affaires consolidé 2004 compris entre 26 et 27 millions d'euros* » et « *prévoit de dégager pour l'exercice en cours un résultat d'exploitation consolidé de l'ordre de 1,7 million d'euros* » ; Mais considérant qu'ainsi que M. B. en est d'ailleurs convenu lors de la séance de la Commission des sanctions, il n'est pas établi que ce « communiqué » - dont, à la différence des communiqués des 12 octobre 2004, 19 janvier 2005 et 23 mars 2005, aucune trace n'a été trouvée ni sur le site Internet de l'AMF ni d'ailleurs sur d'autres sites – ait été diffusé ; qu'il ne peut dès lors en être tenu compte ;

Considérant que les informations relatives au chiffre d'affaires 2004 de la société MO et à l'estimation de son résultat d'exploitation consolidé 2004, publiées le 19 janvier 2005, étaient susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés, cette amélioration significative de la situation financière de la société MO étant une information qu'un investisseur raisonnable aurait été susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ; que d'ailleurs, le cours du titre a progressé de 22,37 % dans la journée du 19 janvier 2005, date à laquelle ces informations ont été rendues publiques ;

Considérant par suite qu'avant leur publication le 19 janvier 2005 les informations relatives au chiffre d'affaires 2004 de la société MO et à l'estimation de son résultat d'exploitation consolidé 2004, étaient, dans tous leurs éléments, privilégiées au sens de l'article 621-1 du Règlement Général de l'AMF ;

(...)

Considérant qu'en dépit de son obligation absolue d'abstention, M. B. a recommencé à acheter des titres MONEYLENE à partir du 15 février, lendemain de cette réunion ; que sur la période allant du 15 février 2005 au 23 mars 2005, M. B. a acheté 6 811 actions MO, à un cours moyen de 12, 14 €, pour un montant de 82 686 € et les a revendues à partir du 29 mars 2005 ; que le manquement est, par suite, constitué, peu important que M. B. ait acheté des titres MO à partir du 15 février 2005, non, comme il le prétend, en raison des informations recueillies

lors de la réunion du 14 février 2005, mais en considération des informations antérieurement communiquées au marché ;

III Sur la sanction et la publication de la décision

Considérant en premier lieu que l'article L. 621-15 II du Code monétaire et financier en vigueur à l'époque des faits disposait que « *la commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes (...)* ; c) *Toute personne autre que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteur des pratiques mentionnées au I de l'article L. 621-14* » ; que l'article L. 621-14, I disposait que « *le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer*

aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles. Ces décisions peuvent être rendues publiques ».

(..)

Par ces motifs,

Et après en avoir délibéré sous la présidence de M. Daniel LABETOULLE, par Mme Marielle COHEN-BRANCHE, MM. Jean-Claude HANUS, Guillaume JALENQUES de LABEAU et Joseph THOUVENEL, Membres de la 1ère section de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance,

Décide de :

- prononcer une sanction pécuniaire de 450 000 € (quatre cent cinquante mille euros) à l'encontre de M. B. ;
- publier la présente décision au « Bulletin des annonces légales obligatoires », ainsi que sur le site Internet et dans la revue de l'Autorité des marchés financiers.

Un recours sur le fond à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions du 23 octobre 2008 a été déposé par M. B. devant la 1ère Chambre de la Cour d'appel de Paris.

Source : AMF, Commission des sanctions, 23 octobre 2008

II- La protection de l'information privilégiée dans le cadre de la procédure de « data room »

La détention d'une information privilégiée exige une vigilance particulière de la part des autorités de régulation et des détenteurs d'informations privilégiées pour en éviter la diffusion. Afin qu'on ne puisse fausser le marché en retirant à des fins personnelles ou pour le compte de tiers des profits anormaux, l'autorité de régulation boursière a instauré la procédure de « data room » ou salles d'informations closes. La procédure s'inscrit dans la logique d'une réponse du droit aux exigences de protection des informations sensibles notamment lorsqu'une offre publique est lancée. Il importe de préciser la définition juridique du concept de « data room » (A), d'en exposer la procédure de mise en œuvre (B) et d'en souligner l'impact sur le fonctionnement réel de marchés financiers (C).

A. Définition de la procédure de « data room »

La sensibilité de l'utilisation des informations privilégiées se pose avec acuité lorsqu'il est question d'utiliser des données économiques, financières et comptables, comme critère décisionnel pour un candidat acquéreur au rachat ou à la reprise d'une société, la divulgation d'informations stratégiques pouvant compromettre l'aboutissement d'une offre publique.

La recommandation COB n° 2003-01 du 6 novembre 2003³⁴⁵ relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participation significative dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (procédures dites de « *data room* ») permet d'aborder les techniques consistant, à l'occasion de cessions de blocs de titres de sociétés cotées, en la mise à disposition des acheteurs d'un certain nombre de données dans des locaux spécialement aménagés à cet effet (salles d'informations ou « *data room* »). D.Schmidt définit la « *data room* » comme « une salle contenant des documents livrant aux personnes qui manifestent un intérêt ou une intention d'acquérir, des informations relatives à l'objet de l'acquisition. L'achat pouvant se réaliser par un achat pur et simple ou par apport, échange, fusion ou toute autre manière »³⁴⁶.

B. Mise en œuvre de la procédure de « data room »

La procédure de « *data room* » vise à organiser les conditions d'accès à la salle d'informations. La recommandation formule deux conditions : la mise en place d'un accord de confidentialité et la remise d'une lettre d'intention. Dans le cadre de la conclusion d'accords de confidentialité, l'AMF précise « que les parties reconnaissent ainsi que les informations qui leur sont transmises sont confidentielles et non publiques, et prennent acte des risques qu'elles encourent en vertu des lois et règlements en vigueur en cas d'utilisation ou de transmission des informations à d'autres fins que pour les besoins de l'opération projetée. Enfin, elles s'engagent à ne pas utiliser ultérieurement ces informations dans l'hypothèse où l'opération n'aurait pas lieu, tant que lesdites informations n'ont pas été rendues publiques »³⁴⁷. L'intention préalable d'acquérir demeure « le témoignage d'un intérêt sérieux de son auteur. Seuls les signataires de telles lettres peuvent avoir accès à la « *data room* »³⁴⁸. « L'information communiquée à l'occasion de ces procédures doit permettre aux acquéreurs de confirmer ou non leur intention au vu des informations plus précises sur l'objet de l'acquisition et de définir avec précision les conditions auxquelles ils sont prêts à réaliser la transaction. Elle ne constitue pas, par conséquent, l'élément déterminant de l'intention d'achat »³⁴⁹.

Il en découle une obligation d'abstention à la charge des intéressés qui doivent se garder d'intervenir sur le titre de la société concernée. Cette obligation d'abstention disparaît en cas d'offre publique faisant suite à la cession de titres, « les intéressés pouvant alors apporter à l'offre les titres qu'ils détiendraient ou lancer une offre »³⁵⁰. L'obligation d'abstention perdure tant que les informations n'ont pas été portées à la connaissance du public.

Le dispositif de la procédure dite de « *data room* » revêt trois caractères. Il est pertinent, contraignant et répressif. Pertinent dans la mesure où il vise à la réalisation de l'objectif d'égalité d'accès à l'information et de loyauté entre les participants, contraignant car il repose sur un formalisme précis, et répressif dans la mesure où l'absence de respect de l'obligation d'abstention est sanctionnée lourdement sur le plan pécuniaire. Les intervenants sont donc

³⁴⁵ Bull. COB Oct 2003

³⁴⁶ D. Schmidt, Commentaire de la recommandation n° 2003-01 de la COB relative aux procédures dites de « *Data Room* », *La semaine juridique Entreprise et Affaires*, LexisNexis, JurisClasseur, avril 2004, n°15-16, p. 604

³⁴⁷ Bull. COB Oct 2003, p. 2

³⁴⁸ Ibid

³⁴⁹ Ibid

³⁵⁰ Bull. COB Oct 2003, p. 3

contraints de concilier raison et respect de la norme afin de protéger l'intérêt social, c'est-à-dire, l'intérêt de la personne morale et des actionnaires.

Cependant, un biais existe lorsque les acquéreurs ne donnent pas suite à l'opération sans toutefois y renoncer sur la durée. Dans l'hypothèse où une OPA ou OPE serait en définitive lancée à moyen terme, c'est-à-dire dans le délai d'un an à cinq ans, ils continueraient de bénéficier d'informations stratégiques sur les échéances de remboursement des dettes à moyen terme même si, comme le souligne l'AMF, « lorsque l'opération qui a justifié la mise en place d'une procédure de « data room » concerne un bloc minoritaire et que l'acquéreur n'envisage pas de déposer volontairement une offre publique, le marché doit être informé a posteriori du prix et des conditions de la transaction ainsi que de la mise en place d'une « data room » pour les besoins de cette opération »³⁵¹.

C. La procédure de « data room » soulève la question du fonctionnement réel des marchés financiers

Sur les marchés réglementés, si l'intérêt social reste une question fondamentale pour l'émetteur justifiant la procédure de data room, les principes d'égalité de traitement des actionnaires et d'égal accès à l'information en sont remis en cause.³⁵²

La régulation des informations privilégiées repose ainsi sur deux apparents paradoxes, l'absence de diffusion en temps réel des informations susceptibles de modifier les cours et l'incomplétude de leur délivrance par les marchés financiers, ce qui est également contraire à l'idéal de transparence absolue.

La parfaite mobilité de l'information financière et comptable devrait-elle se traduire par une diffusion en temps réel de celles qui sont privilégiées sans pour autant que les investisseurs sur-réagissent ? Or, la protection des informations privilégiées jusqu'à ce qu'elles soient rendues publiques ne permet pas d'imaginer leur diffusion en temps réel, synonyme de parfaite transparence des marchés financiers. Cette solution permettrait cependant aux détenteurs d'une information privilégiée rendue publique de ne plus risquer la qualification pénale d'initié pour avoir rompu le principe d'égalité entre investisseurs.

Le second paradoxe résulte de l'insuffisante pertinence des informations délivrées, ce qui revient à dire que les informations accessibles à tous les intervenants sur les marchés financiers portent essentiellement sur le prix et que celui-ci ne reflète pas avec sincérité la valeur économique des titres.

En fait, l'approche juridique ne fait pas confiance aux fondements de la théorie de l'efficience des marchés financiers. En protégeant les investisseurs par le cloisonnement de l'information privilégiée, elle considère que le prix d'un titre ne reflète pas toute l'information disponible en temps réel. Cela revient à dire que si, par hypothèse, une procédure de data room n'était pas mise en place, l'information nouvelle déjà utilisée par des initiés priverait les investisseurs non initiés d'une chance ou d'un gain. Pour que cette théorie fonctionne au sens juridique, c'est-à-dire respecte le principe d'égalité entre investisseurs, il faudrait que la diffusion immédiate d'une information privilégiée soit voulue par ses détenteurs et que les prix reflètent la valeur exacte des titres. Ainsi, l'information nouvelle non utilisée par les initiés serait sans incidence si, et seulement si, personne ne cherchait à

³⁵¹ Bull. COB oct 2003, p. 3

³⁵² D'après M. Teller, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, droit, Thèse Université de Nice-Sophia Antipolis, 2007, directeur de thèse G. J. Martin, p. 404

battre le marché. Ces conditions hasardeuses au sens probabiliste conduisent le juriste à sortir de cette logique.

Section 2 : Le dualisme des sanctions de l'utilisation d'informations privilégiées

« La violation d'une disposition législative ou réglementaire de nature à porter atteintes aux droits des épargnants peut constituer, à la fois un manquement susceptible d'être sanctionné par l'AMF sur le fondement de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, et un délit appelant une sanction pénale. Le législateur n'a pas exclu qu'un même fait puisse être doublement poursuivi et sanctionné »³⁵³. Dans le cadre d'un rapport sur le projet de loi de sécurité financière, on constatait cependant que sur les douze dernières années on ne recensait que quatre cas de poursuites de la part l'autorité de régulation des marchés financiers et du juge pénal sur les mêmes fondements³⁵⁴.

L'opportunité de ce cumul a été justifiée dans la mesure où « les sanctions administratives « régulatrices » et les sanctions pénales ne remplissent pas la même fonction : les premières tendant à protéger le marché et réprimant l'individu en tant qu'acteur du marché, les secondes visant à sanctionner le comportement des intervenants en tant qu'être moraux qui ont choisi de faire des choses interdites »³⁵⁵.

En conséquence, les délits d'initiés sont sanctionnés par le juge répressif (I) et les manquements d'initiés par l'AMF (II).

I- Genèse du délit d'initié par l'utilisation d'informations privilégiées

Toute personne détenant une information privilégiée susceptible d'avoir une influence sur les cours s'expose, si elles l'utilisent indûment, à faire l'objet d'une incrimination pénale. Elle devient un initié comme « une personne qui fausse le jeu du marché en ce qu'elle utilise des informations concernant la bourse avant l'heure et au mépris de la transparence. Aussi la réalisation d'un délit d'initié a-t-elle indirectement pour effet de porter atteinte à l'égalité des investisseurs face à l'information et de troubler la libre confrontation de l'offre et de la demande »³⁵⁶. Il convient d'une part, de présenter les critères conduisant pénalement à définir le concept d'initié (A) et d'autre part, d'exposer les sanctions prévues par le Code monétaire et financier applicables par le juge pénal à l'encontre des initiés indélégats (B).

A. Détermination de la qualité d'initié

La CNIL rappelle que les listes, dites d'initiés, sont destinées à faciliter l'identification, au cours des enquêtes de l'AMF, des personnes susceptibles d'avoir commis un délit d'initié et à sensibiliser ces personnes aux obligations liées à la détention d'informations privilégiées³⁵⁷.

³⁵³ T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e édition, 2005, p. 300

³⁵⁴ Rapport Marini, n°206, *doc. Sénat*, 12 mars 2003, Projet de loi de sécurité financière (1^e lecture), n° 319, *doc. Sénat*, 28 mai 2003, Projet de loi de sécurité financière (2^e lecture)

³⁵⁵ M. A. Frison-Roche, Vers une nouvelle autorité de régulation boursière ? *Petites affiches*, 11 décembre 2000, n° 246, p. 4 cité par T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 300

³⁵⁶ J.-F. Renucci, *Le délit d'initié*, Paris, PUF Que sais-je ?, juillet 1995, p. 3 cité par Juliette Meadel, *op.cit.*, p. 83

³⁵⁷ CNIL, Dispense de déclaration pour les listes d'initiés, Echos de séances, 27 juillet 2006

Conformément aux dispositions légales contenues dans les articles L. 225-109 du Code de commerce, L. 465-1 du Code monétaire et financier et à l'évolution de la jurisprudence, une segmentation des initiés en trois catégories peut être opérée sur le plan doctrinal.

1. Les initiés primaires

Sont qualifiés d'initiés primaires, internes directs par nature, les dirigeants sociaux énumérés par l'article L. 225-109 du Code de commerce, président, directeurs généraux, membres du directoire, les personnes physiques ou morales exerçant dans la société les fonctions d'administrateurs ou de membre du conseil de surveillance, ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions. (art. 465-1 §1 Code monétaire et financier). L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 15 mars 1993 considère qu'il existe une présomption simple de connaissance d'informations privilégiées pour les personnes visées³⁵⁸. Néanmoins, l'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 19 octobre 1995 reconnaît que cette présomption peut être remise en cause si la preuve d'une délégation de pouvoir est apportée³⁵⁹ ou si la preuve contraire est patente (Cass. crim., 15 mars 1993).

2. Les initiés secondaires

L'article L. 465-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier définit les initiés secondaires, indirects ou par occasion, comme « toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée ». Cette catégorie non exhaustive vise de façon très large le secrétaire général³⁶⁰, le liquidateur³⁶¹, le journaliste³⁶², l'architecte,³⁶³ le banquier³⁶⁴, l'actuaire³⁶⁵ mais aussi le directeur financier, le simple employé, le commissaire aux comptes, l'avocat ou conseil juridique, le directeur de cabinet d'un ministre³⁶⁶. En conséquence, il est possible de considérer que toute personne disposant d'informations privilégiées dans le cadre d'un rapport contractuel est susceptible d'entrer dans cette catégorie.

Pour ce qui est des journalistes, un traitement spécifique leur est réservé dans le cadre de leur profession. La directive 2003/6/CE sur les abus de marché, transposée dans le Règlement général de l'AMF, vise à protéger les journalistes financiers dans le cadre de leur activité, à condition qu'ils ne tirent aucun avantage ou profit quelconque de la diffusion de fausses informations, directement ou indirectement (art. 632-1, RG AMF). A l'occasion du débat

³⁵⁸ Cass. crim., 15 mars 1993, Bull. n° 13 ; D. 1993, p. 610, note Ducouloux-Favard ; *Rev. Sociétés* 1993, p. 847, note Boulloc

³⁵⁹ Cass. crim., 19 octobre 1995, *Rev. sociétés* 1996, p. 323 note Boulloc, preuve non rapportée en l'espèce.

³⁶⁰ TGI Paris, 17 mars 1976

³⁶¹ T. corr. Paris, 30 mars 1976

³⁶² T. corr. Paris 12 mai 1976, *JCP*, 1976, II, 18496, note A. Tunc, cité par T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e édition, 2005, p.448

³⁶³ T. corr. Paris, 15 octobre 1976, *JCP*, 1977, II, 18543, note A. Tunc, cité par T. Bonneau, F. Drummond, op.cit, p. 447

³⁶⁴ T. corr. Paris, 15 octobre 1976, préc

³⁶⁵ T. corr. Paris 18 avril 1979, *JCP*, 1980, II, 19 306, 2^e espèce, note A. Tunc, cité par Thierry Bonneau, France Drummond, op. cit, p. 448

³⁶⁶ TGI Paris, 13 mai 1986, aff. Thomson, *Gaz. Pal.*, 1986, 2, 459, note J-P. Marcgi et Paris, 11 février 1987, aff. Thomson, *Rapport annuel COB*, 1996, cité par Thierry Bonneau, France Drummond, op. cit, p. 448

parlementaire relatif à la directive précitée, le commissaire européen répondait le 25 octobre 2002 que « dans la pratique, les journalistes financiers seront concernés lorsqu'ils recommanderont l'achat ou la vente de titres, mais pas lorsqu'ils rédigeront des informations générales sur les émetteurs ». Il précisait que « la Commission n'a nullement l'intention de limiter la liberté d'expression ni d'imposer des contraintes inutiles aux journalistes travaillant de bonne foi. De surcroît, elle ne pense pas que la proposition de directive puisse avoir de telles conséquences. Elle estime donc que le texte actuel ne compromet pas le travail des personnes exerçant correctement leur profession de journaliste »³⁶⁷.

Il convient de préciser qu'en France, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie prévoit en son titre IV, chapitre II, inséré aux articles L. 621-31 et suivants du Code monétaire et financier, la création d'une association professionnelle d'autorégulation qui pourra sanctionner les journalistes financiers y adhérant qui auront violé son code de bonne conduite³⁶⁸. Les articles 339-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, homologués par l'arrêté du 10 mai 2006, régissent le cas des entreprises de presse non adhérentes à l'association³⁶⁹.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 24 mars 2005 qui n'a été cassé qu'en ce qui concerne l'évaluation de la peine par la Chambre criminelle de la Cour de cassation définissait comme suit les initiés secondaires, personnes ne faisant pas partie des dirigeants de la société émettrice mais considérées mais « ayant disposé, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leur fonction, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation de la société ou sur ses perspectives d'évolution »³⁷⁰.

La cour d'appel de Paris soutenait en l'espèce que « le texte sur le délit d'initié applicable à l'époque des faits n'exige pas que les initiés secondaires aient été en relation professionnelle avec l'émetteur du titre mais seulement que, par leur profession ou leur fonction, ils aient été amenés à connaître l'information privilégiée concernant cet émetteur ou la valeur mobilière ; que, si ils l'ont réellement obtenu, ils avaient un devoir d'abstention sur le marché de ce titre »³⁷¹.

3. Les initiés tertiaires

La loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 a inséré dans l'article L. 465-1 un nouvel alinéa 3 qui vise « toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées ». L'article 622-2 du Règlement général de l'AMF s'inscrit dans cette logique en considérant que « ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée ». Cette catégorie d'initiés avait fait l'objet d'une jurisprudence admettant le recel de délit d'initié. L'arrêt du 26 octobre 1995 de la Chambre criminelle de la Cour de cassation considérait que « si le recel de délit d'initié ne peut résulter de la simple détention d'informations privilégiées, il est caractérisé à l'égard de celui qui, réalisant, en connaissance de cause, des opérations sur le marché avant que ces opérations soient connues du public, bénéficie du produit du délit d'initié ainsi

³⁶⁷ Conseil de l'Union européenne, Position commune arrêtée par le Conseil en vue de l'adoption de la directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles, 8 juillet 2002

³⁶⁸ Cette association n'a toujours pas été créée.

³⁶⁹ S. Loyrette, *op. cit.*, pp. 185-187

³⁷⁰ Cass. crim., 14 juin 2006, *préc.*

³⁷¹ *Ibid*

consommé »³⁷². Le recel consistait à exploiter une information privilégiée et non pas à la détenir. Cette jurisprudence utile pour comprendre l'évolution de l'article L. 465-1 semble maintenant caduque avec l'apport de la loi sur les nouvelles régulations économiques qui a fait entrer dans la catégorie des initiés les personnes qui, en connaissance de cause, possèdent une information privilégiée. Par contre, lorsqu'une personne agit comme prête-nom de l'initié, elle peut être condamnée pour complicité de délit d'initié³⁷³.

4. Dispense de déclaration des listes d'initiés à la CNIL

La CNIL rappelle que « parmi les mesures destinées à assurer la transparence et l'intégrité des marchés financiers, la loi du 20 juillet 2005 impose aux sociétés émettrices d'instruments financiers sur un marché réglementé, d'établir la liste des personnes physiques ou morales qui, travaillant pour ces sociétés dans le cadre d'un contrat de travail ou dans un autre cadre juridique, ont accès, de manière régulière ou occasionnelle, à des informations privilégiées se rapportant à ces sociétés. Les tiers qui ont accès aux mêmes informations à l'occasion des relations professionnelles qu'ils entretiennent avec les sociétés émettrices et qui figurent à ce titre sur les listes susmentionnées sont assujettis à la même obligation. (...) C'est pourquoi au terme d'une procédure de concertation avec l'AMF, la CNIL a adopté, le 6 juillet 2006, une délibération dispensant de toute déclaration les traitements automatisés relatifs aux listes d'initiés, mis en œuvre par les sociétés émettrices d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé et leurs prestataires disposant également d'informations privilégiées »³⁷⁴. L'intérêt de cette délibération consiste également à admettre l'existence de plusieurs listes partielles d'initiés précisant le contenu de ces listes et leurs modalités de constitution. La CNIL oblige à prévoir la procédure d'effacement des données lorsqu'elles deviennent obsolètes.

B. Comportements répréhensibles

Les éléments constituant la matérialité du délit d'initié et la détermination de l'intentionnalité permettent de cibler les comportements répréhensibles.

1. Prise en compte de la matérialité de l'acte délictueux

Le délit d'initié n'est pas « consommé par la seule détention ou communication d'une information privilégiée ; il faut que les opérations aient été réalisées »³⁷⁵. La réalisation d'une opération peut prendre la forme du lancement d'un ordre d'achat ou de vente d'un instrument financier. L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 30 mars 1997 précise qu'il n'est pas nécessaire, pour que l'opération soit réalisée, que l'ordre passé ait été exécuté. En revanche, il est indispensable que l'initiative soit avérée directement ou indirectement, c'est-à-dire par personne interposée. Il importe également de vérifier que l'initié a bien eu un rôle actif dans la transmission de l'information privilégiée. En l'espèce, l'arrêt de la Cour de cassation du 26

³⁷² Cass. crim., 26 octobre 1995, Affaire Péchiney-Triangle : *Bull. crim.*, n°324 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 326 obs. Boulloc.

³⁷³ V ; art. 121-7 alinéa 1, Code pénal : « Est complice d'un crime ou d'un délit la personne qui sciemment, par aide ou assistance, en a facilité la préparation ou la consommation ». Cité par T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 449

³⁷⁴ CNIL, Dispense de déclaration pour les listes d'initiés, Echos de séances, 27 juillet 2006

³⁷⁵ T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e édition, 2005, p. 449

octobre 1995 considère que le délit d'initié était caractérisé alors même que l'initié n'avait pas connaissance de l'identité de l'opérateur ou des modalités des opérations qu'il permet de réaliser.

Sur le plan doctrinal, « la confidentialité de l'information privilégiée est entendue de façon compréhensive par le juge et par l'autorité de marché. Une information détenue par plusieurs initiés ne perd son caractère confidentiel que lorsqu'elle est divulguée par les voies officielles : ainsi un communiqué officiel, une publicité légale, une lettre aux associés peuvent seuls faire perdre à l'information son caractère privilégié »³⁷⁶.

Les opérations d'initié sont interdites aussi bien sur les marchés nationaux que sur les places étrangères. La Chambre criminelle de la Cour de cassation du 3 novembre 1992, dans le cadre de l'affaire Péchiney, en application de l'article 113-2 du Code pénal, a considéré que le délit d'initié est punissable par la loi française, dès lors qu'un élément constitutif de l'infraction a été commis en France³⁷⁷. Si, à l'origine, « les opérations entrent toutes dans le champ d'application de la prohibition dès lors qu'elles portent sur un instrument financier coté »³⁷⁸, le concept de marché financier doit être nuancé et inclure non seulement le marché réglementé mais aussi les transactions de gré à gré, selon l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 18 juin 1996³⁷⁹.

2. Détermination de l'intentionnalité conduisant au délit d'initié

Sur un plan jurisprudentiel, l'élément intentionnel du délit est établi « dès lors que le prévenu savait qu'il bénéficiait d'une information privilégiée et a entendu l'utiliser »³⁸⁰. L'élément intentionnel se rattache à « la conscience qu'a eue son auteur d'être détenteur d'une information privilégiée lui interdisant d'opérer »³⁸¹.

C. Sanctions du délit d'initié

Les sanctions pénales prévues par l'article L. 465-1, alinéa 1 du Code monétaire et financier à l'encontre des initiés primaires et secondaires pour l'exploitation d'une information privilégiée sont de deux ans d'emprisonnement assortis d'une amende de 1 500 000 euros, dont le montant peut être porté jusqu'au décuple du montant du profit « éventuellement réalisé », sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit.

Pour la communication d'une information privilégiée, l'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier prévoit une peine d'un an d'emprisonnement et 150 000 euros d'amende.

L'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier réprime les initiés tertiaires en fixant une peine d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende. Dans le cas particulier de la lutte contre des activités terroristes, ces peines peuvent être aggravées et portées jusqu'à sept ans d'emprisonnement et 1 500 000 euros si le montant des profits

³⁷⁶ R. Salomon, Le risque boursier : délits et manquement d'initié, de manipulation de cours et de fausse information, *Cahiers de droit de l'entreprise*, Lexis Nexis, JurisClasseur, janvier-février 2006, n° 1, p. 58

³⁷⁷ Cass. crim., 3 novembre 1992, n°92-84.745 : Juri-data n° 1992-002741 ; D. 1993, p. 120, note C. Ducouloux – Favard ; Bull. crim. n° 352 ; Rev. soc. 1993, p. 436, note W. Jeandidier

³⁷⁸ T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 449

³⁷⁹ Cass. com., 18 juin 1994

³⁸⁰ CA, Paris 26 mai 1977, JCP, 1978, II, 2^e espèce, 18789, note A. Tunc, cité par T. Bonneau, F. Drummond, *op. cit.*, p. 453

³⁸¹ T. corr. Paris, 3 décembre 1993, Petites Affiches, 19 janvier 1994, n°8, p. 10 obs C. Ducouloux – Favard

réalisés est inférieur à ce chiffre, lorsque l'information privilégiée concerne un crime ou un délit³⁸².

« La sanction de l'exploitation par l'initié d'une information dont il a connaissance est justifiée par l'atteinte à l'intérêt du marché, considérée ici plus qu'ailleurs comme l'une des déclinaisons de l'intérêt général. Exploitant une supériorité informationnelle, l'initié n'abuse pas les investisseurs au moyen d'informations fallacieuses et sur le plan économique aucune irrationalité comportementale n'est ici à déplorer. Dès lors, la sanction du délit d'initié repose, à l'image des sanctions de la violation de l'ordre public classique, sur l'atteinte à un intérêt supérieur, l'intérêt du marché »³⁸³. La prise en compte de l'intérêt du marché conditionne l'égalité de traitement entre investisseurs et l'équité d'accès à l'information, par conséquent le profit réalisé, servant de base au calcul de l'amende, n'est pas nécessairement réalisé par l'initié lui-même. L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 26 octobre 1995 a considéré que « l'auteur d'un délit d'initié peut être puni d'une amende proportionnelle au profit obtenu même s'il n'a pas réalisé lui-même les opérations sur le marché »³⁸⁴. De plus, le profit réalisé ne doit pas être potentiel. Le jugement du tribunal correctionnel de Paris du 3 décembre 1993 précise que l'initié qui n'a pas encore revendu les instruments financiers, objets de l'opération, n'a réalisé qu'une plus-value potentielle. Il ne peut donc être condamné qu'à une amende forfaitaire non proportionnelle.

Conformément à l'article 121-2 du Code pénal, la responsabilité de la personne morale ne peut être engagée que lorsque l'infraction a été réalisée pour son compte, par ses organes ou ses représentants. Les articles L. 465-3 et L. 573-7 du Code monétaire et financier prévoient que les peines encourues par les personnes morales sont : l'amende, suivant les modalités prévues par l'article 131-38 du Code pénal et les peines mentionnées à l'article 131-39 du Code pénal. L'interdiction mentionnée au 2° de l'article 131-39 du Code pénal porte sur l'activité dans l'exercice ou à l'occasion de l'exercice de laquelle l'infraction a été commise³⁸⁵.

³⁸² Ces peines sont entrées en vigueur avec la loi n°2001-1062 du 15 novembre 2001, relative à la sécurité quotidienne pour lutter contre le terrorisme.

³⁸³ J. Meadel, *Les marchés financiers et l'ordre public*, LGDJ, Bibliothèque de droit privé, Tome 478, 2007, p. 84 465-466

³⁸⁴ Cass. Crim., 26 octobre 1995, préc.

³⁸⁵ T. Bonneau et F. Drummond synthétisent ces sanctions. « Ces sanctions sont la dissolution lorsque l'accusation peut établir que la personne morale a été créée en vue de commettre le délit, l'interdiction, à titre définitif ou pour une durée de cinq ans au plus, d'exercer directement ou indirectement l'activité dans l'exercice ou à l'occasion de laquelle, l'infraction a été commise, le placement, pour une durée de cinq ans au plus sous surveillance judiciaire, la fermeture définitive ou pour une durée de cinq ans au plus des établissements ou de un ou plusieurs établissements de l'entreprise ayant servi à commettre les faits incriminés, l'exclusion des marchés publics à titre définitif ou pour une durée de cinq ans au plus, l'interdiction à titre définitif ou pour une durée de cinq ans au plus d'émettre des chèques, la confiscation de la chose qui a servi ou était destinée à commettre l'infraction ou de la chose qui en est le produit, l'affichage de la décision prononcée ou de la diffusion de celle-ci, soit par presse écrite, soit par tout moyen de communication audiovisuelle ». *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e édition, 2005, p. 474

Encadré n° 2 : Article L. 465-1 du code monétaire et financier

Modifié par Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 - art. 30 JORF 27 juillet 2005

Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre.

Sur le plan civil, selon la Cour de cassation « à supposé établi, le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires »³⁸⁶ de sorte que la chambre d'instruction a méconnu le sens et la portée des articles 2, 3, 85 et 87 du Code de procédure pénale en vertu desquels « pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'instruction d'admettre comme possible l'existence du préjudice en relation directe avec une infraction de la loi pénale »³⁸⁷. En l'espèce, dans un arrêt du 11 décembre 2002, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a admis la recevabilité de la constitution de partie civile d'un actionnaire au stade de l'instruction. « Encourt, dès lors, la cassation, l'arrêt de la chambre d'instruction qui, pour confirmer l'ordonnance du juge d'instruction ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile d'un actionnaire du chef de délit d'initié, énonce que la cession d'actions par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun

³⁸⁶ Cass. Crim., 11 décembre 2002. Bull. crim 2002, n°224 p. 825; procédures n°3, mars 2003, comm. n°71, p. 23-24 obs. J. Buisson

³⁸⁷ Ibid

préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société, alors que le délit d'initié, à le supposer établi, est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires »³⁸⁸. A titre d'exemple, dans le cadre de l'affaire « marché du titre Société générale, transmise par l'AMF le 31 juillet 1989 au parquet de Paris, le jugement du tribunal correctionnel de Paris du 20 décembre 2002 condamnait pour délit d'initié l'un des trois prévenus à 2,2 millions d'euros d'amende et relaxait les deux autres. L'arrêt de la 9^e chambre de la cour d'appel de Paris du 24 mars 2005 confirmait le jugement.

II- La diffusion d'une information privilégiée contrevenant à une obligation d'abstention constitue un manquement administratif

L'article 622-1 du Règlement général de l'AMF prohibe l'utilisation ou la communication d'une information financière ainsi que la recommandation d'une opération sur le fondement d'une information privilégiée. La constitution du manquement d'initié suppose qu'un initié détenteur d'une information privilégiée ait, sur un marché d'instruments financiers, un comportement contraire aux prescriptions de l'article 622-1 du Règlement général de l'AMF³⁸⁹. Le détenteur d'une information privilégiée doit, en tant qu'initié, s'abstenir de la communiquer ou de l'utiliser pour lui-même ou pour le compte de tiers tant que celle-ci n'a pas été rendue publique. Il importe, d'une part, d'analyser comment l'AMF fixe les tenants et les aboutissants du manquement d'initié (A) et, d'autre part, de relever les sanctions qui en découlent (B).

A. Champ d'application du manquement d'initié

L'article 622-2 du Règlement général de l'AMF fixe le cadre du champ d'application du manquement d'initié. L'AMF a précisé le 18 janvier 2006 sa position face aux délits d'initiés. La détermination de la liste des initiés se finalise par la connaissance des comportements susceptibles de faire l'objet d'une sanction. L'AMF identifie les initiés concernés par l'obligation d'abstention et les comportements susceptibles de faire l'objet de sanctions. La liste des initiés concernés par l'obligation d'abstention est établie par l'article 622-2 du Règlement général de l'AMF. Cet article s'applique « à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de :

1. Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ;
2. Sa participation dans le capital de l'émetteur,
3. Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière,
4. Ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits.

Les obligations d'abstention s'appliquent d'une manière générale à toute personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée. Pour ce qui concerne les personnes morales, ces obligations d'abstention

³⁸⁸ Ibid

³⁸⁹ S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché*, éditions Joly, avril 2007, p. 117

s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question ».

L'alinéa 4 s'intègre dans une logique de lutte contre le financement des activités terroristes et reprend l'esprit du considérant 17 de la directive « abus de marché » : « En ce qui concerne les opérations d'initiés, il convient de tenir compte des cas dans lesquels la source de l'information privilégiée est non pas la profession ou les fonctions exercées, mais les activités criminelles, dont la préparation ou l'exécution pourrait avoir une influence sensible sur le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ou sur la formation des cours sur un marché réglementé en tant que tel ». Le considérant 18 de cette directive impose aux autorités compétentes de déterminer « ce qu'une personne normale et raisonnable saurait ou aurait dû savoir compte tenu des circonstances ».

L'AMF a présenté le 18 janvier 2006 sa position relative à l'établissement des listes d'initiés. Une segmentation est opérée entre initiés permanents et initiés occasionnels³⁹⁰.

Les initiés permanents sont des personnes ayant un accès régulier, en raison de leur fonction, à des informations privilégiées concernant l'émetteur. L'AMF opère une subdivision en deux catégories :

- « Les personnes « travaillant » au sein de l'émetteur, telles que, suivant la taille, le mode d'organisation ou l'activité de l'émetteur, les membres des organes d'administration, de direction, de surveillance, ainsi que tout autre salarié ou préposé de l'émetteur, dès lors que ces personnes ont un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur ;
- Les tiers ayant accès à des informations privilégiées « dans le cadre de leurs relations professionnelles » avec l'émetteur, c'est-à-dire les professionnels qui entretiennent des relations régulières leur donnant accès à des informations privilégiées, tels que les commissaires aux comptes ou les conseils habituels de l'émetteur ou encore les sociétés assurant des fonctions qui sont externalisées par l'émetteur »³⁹¹.

L'AMF précise que les tiers doivent à leur tour établir leur propre liste comportant, dans le prolongement de celle établie par l'émetteur, les noms des collaborateurs initiés dans le cadre de la relation professionnelle avec l'émetteur.

Les initiés occasionnels sont des personnes ayant « accès ponctuellement à des informations privilégiées concernant l'émetteur, du fait notamment de leur intervention dans la préparation d'une opération financière particulière ». Ces personnes peuvent appartenir à deux catégories. Les salariés par exemple ou les tiers, banquiers, avocats, intervenant ponctuellement dans la réalisation d'une opération financière.

L'AMF précise sa position quant aux analystes et journalistes financiers, « ils ne sont *a priori* pas concernés, dans la mesure où ils ne devraient pas, en principe, disposer d'informations privilégiées sur l'émetteur. S'ils venaient à détenir de telles informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec l'émetteur, ils devraient figurer sur la liste d'initiés dudit émetteur ».

³⁹⁰ AMF, *Position de l'AMF relative à l'établissement des listes d'initiés*, Paris, 18 janvier 2006

³⁹¹ Ibid

L'article 222-19 du règlement général de l'AMF dispose que l'émetteur et les tiers informent les personnes concernées de leur inscription sur la liste, des règles applicables à la détention, à la communication et à l'exploitation d'une information privilégiée et des sanctions encourues en cas de violation de ces règles.

Il est à noter que la segmentation opérée par l'AMF entre initiés permanents et occasionnels ne constitue pas une remise en cause des catégories juridiques d'initiés créées pour lutter contre les délits d'initié. En effet, il faut y voir une réponse de l'AMF pour structurer une liste unique regroupant les personnes ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à l'information privilégiée.

Les comportements susceptibles de faire l'objet de sanctions sont définis par l'article 622-1 du Règlement général de l'AMF. Cet article fixe le cadre des comportements susceptibles d'être qualifiés de litigieux conduisant à des violations des obligations d'abstention mise à la charge des initiés.

L'obligation d'abstention porte sur la communication de l'information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée et la recommandation à une autre personne d'acquiescer ou de céder ou de faire acquiescer ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés.

L'obligation d'abstention ne s'applique pas lorsque l'opération effectuée pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée.

B. Preuves du manquement d'initié

La Commission des sanctions de l'AMF, dans le cadre de la décision du 26 juin 2008, souligne que l'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu. Le manquement d'initié est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances. En l'espèce, le moment où le mis en cause a décidé de céder les titres de manière ferme et définitive, avec un accord sur la quantité et sur le prix, sont révélateurs de la conscience qu'il avait d'enfreindre son obligation d'abstention. Sa tentative de reporter après la parution du communiqué de la société la réalisation de cette dernière vente est sans incidence sur la constitution du manquement³⁹². A contrario, la décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 25 septembre 2008 ne retient pas comme preuve du manquement d'initié le fait d'avoir conscience d'une diminution des ventes comme élément déterminant pour qualifier une information privilégiée dans la mesure où « le montant des ventes de licences réalisées au cours d'un trimestre n'était susceptible d'être apprécié que dans les derniers jours de celui-ci ; qu'ainsi, à la date des levées d'options et ventes reprochées, entre le 26 février et le 5 mars 2007, M. X ne pouvait avoir connaissance de cette diminution, dont, d'ailleurs, le communiqué du 8 mars 2007 ne faisait pas état »³⁹³.

³⁹² AMF, Commission des sanctions, 26 juin 2008

³⁹³ AMF, Commission des sanctions, 25 septembre 2008

Encadré n° 3 : Absence de preuve de l'utilisation d'une information privilégiée

En substance, il est reproché à M. B d'avoir transmis à M. A, en violation des articles 621-1 et 622-1 du Règlement général de l'AMF, une information à caractère privilégiée « *relative aux grandes chances d'aboutir d'un projet de prise de contrôle de la société LOCINDUS par LE CREDIT FONCIER DE FRANCE* », ladite notification précisant que, selon un faisceau d'indices concordants, « *les achats [entre le 4 octobre et le 21 novembre 2006] ne pouvaient s'expliquer que par la transmission de [M. B] à [M. A]* ».

(...)

Considérant que l'information considérée comme privilégiée par les notifications de griefs était celle relative aux « *grandes chances d'aboutir d'un projet de prise de contrôle de LOCINDUS par le CFF* » ; que, selon ces notifications, cette information aurait présenté les caractéristiques d'une information privilégiée dès le 13 septembre 2006, date à laquelle le CFF et ICADE ont conclu un accord préliminaire de coopération et à laquelle le CFF a envoyé à LOCINDUS une « *lettre d'intention indicative* » contenant une fourchette de prix, supérieure au cours de bourse de l'époque, en vue d'une prise de contrôle ;

Considérant que cet accord et cette lettre conféraient à cette offre des chances raisonnables d'aboutir, celle-ci présentant, par son caractère structuré et crédible en termes de prix, un caractère abouti dans l'esprit de l'acquéreur ; qu'en outre, il résulte des pièces du dossier que l'opération d'adossment était, eu égard au caractère dispersé de son actionnariat, une nécessité pour la société cible ; que l'existence de sondages d'autres acquéreurs par la société X, au cours du mois d'octobre, n'est pas, en l'espèce, de nature à relativiser les chances d'aboutir du projet d'adossment avec le CFF, puisqu'il résulte des pièces du dossier que ces sondages étaient avant tout destinés à peser dans la négociation du prix de l'offre et correspondaient, de la part de LOCINDUS, à une véritable volonté de voir se concrétiser l'offre du CFF ; que, s'il est soutenu devant la Commission qu'à la date de la commission des griefs reprochés, l'offre était caduque dans la mesure où les termes de la lettre du 13 septembre précisaient qu'elle expirait le 30 septembre 2006, cette argumentation est sans incidence, puisqu'il est établi que la société X s'attachait alors à négocier les termes de cette offre, tout en préparant l'ouverture de la phase de *data-room*, ce qui atteste que l'offre, quel qu'en soit le support formel, était en phase de concrétisation ; qu'ainsi, il résulte de ce qui précède que cette information était précise, dans la mesure où il pouvait en être tiré une conclusion quant à son effet possible sur le cours du titre LOCINDUS ;

(...)

Considérant qu'il est reproché à M. A d'avoir utilisé l'information privilégiée précédemment définie en achetant, entre les 4 octobre et 21 novembre 2006, 15 700 titres LOCINDUS ;

(...)

Considérant qu'ainsi que le relève la notification de griefs, il ressort des pièces du dossier que MM. B, – dont il est établi et non contesté qu'il détenait l'information privilégiée – et A entretenaient des relations professionnelles et personnelles régulières ; qu'à ce titre, MM. A et B ont déjeuné ensemble quelques heures avant le début des achats reprochés ;

Considérant que la position prise à l'achat sur le titre LOCINDUS par M. A représentait 37,5 % de la valeur de son portefeuille ; que si ces achats, au regard de leur montant (528 880,73 €), étaient près de deux fois plus importants que les opérations qui les ont précédés ou suivis la même année, ils ne revêtaient pas, eu égard aux sommes en jeu et à la nature du risque encouru sur un titre tel que LOCINDUS, un caractère atypique par rapport au mode de gestion du portefeuille de M. A, et ce même si ce dernier n'avait jamais acquis de titres LOCINDUS auparavant ;

(...)

Considérant qu'il ne résulte pas du rapprochement entre, d'une part, la portée qu'il y a lieu d'attribuer aux indices invoqués par la notification de griefs – observation étant faite que le seul fait que MM. A et B entretenaient des relations professionnelles et personnelles régulières et ont déjeuné ensemble quelques heures avant les interventions à l'achat de M. A, ne saurait, en lui-même, revêtir une valeur probante suffisante – et, d'autre part, les indications données par M. A, que seule la détention d'une information privilégiée puisse expliquer l'opération à laquelle M. A s'est livré sur le titre LOCINDUS ;

Considérant dès lors que le grief notifié à M. A doit être écarté ;

Considérant que, pour imputer à M. B la transmission à M. A de l'information privilégiée précédemment définie, la notification de griefs invoque un faisceau d'indices desquels il résulterait que les achats réalisés par ce dernier alors qu'il détenait ladite information ne pouvaient s'expliquer que par cette transmission ;

Mais considérant que dès lors qu'ainsi qu'il vient d'être dit, il n'est pas établi que M. A ait détenu l'information privilégiée tenant aux « *grandes chances d'aboutir d'un projet d'acquisition de LOCINDUS par le CFF* », la notification de griefs ne peut pas utilement invoquer une telle détention pour soutenir que M. B aurait transmis cette information à M. A ;

Considérant qu'au surplus, les éléments, retenus par la notification de griefs, relatifs d'une part aux caractéristiques des opérations d'achat réalisées par M. A, et, d'autre part, au seul fait que MM. B et A aient déjeuné ensemble le 4 octobre 2006, quelques heures avant les premières interventions de M. A sur le titre LOCINDUS, ne sauraient établir que M. B a transmis l'information privilégiée en cause ;

Considérant dès lors que le grief notifié à M. B doit être écarté ;

Source : AMF, Commissions des sanctions, 9 octobre 2008

C. Sanctions relatives au manquement d'initié

Le rapport Marini³⁹⁴ avait précisé la logique des sanctions administratives en cas de manquement d'initié : « Ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ». Le rapport insiste sur les moyens dont dispose l'AMF pour réprimer ces manquements par des sanctions disciplinaires et des sanctions pécuniaires.

1. Les sanctions disciplinaires

Les « sanctions disciplinaires appliquées aux personnes morales soumises au contrôle de l'AMF peuvent être le blâme ou l'interdiction, à titre temporaire ou définitif, de l'exercice de tout ou partie des services fournis. Pour les personnes physiques, ces sanctions sont

³⁹⁴ Rapport Marini, n°309, *doc. Sénat*, 2004-2005, Projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers

l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle ou l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ».

2. Les sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF

L'article L. 621-15, III, c du Code monétaire et financier, modifié par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 a institué « pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 10 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ». La crise des *subprimes* a induit la nécessité de doter l'AMF de pouvoirs de sanctions assurant une prévention et dissuasion efficaces.

En conséquence, la loi de modernisation de l'économie³⁹⁵ a relevé à 10 millions d'euros le plafond des sanctions pécuniaires applicables aux prestataires de services d'investissement (PSI) pour leur manquement professionnel et à toutes personnes pour un abus de marché. Le plafond de 1,5 millions d'euros³⁹⁶ demeure en revanche inchangé pour les manquements professionnels des salariés de PSI. « Ces nouvelles dispositions plus sévères ne s'appliqueront que pour les faits commis à compter de la date d'entrée en vigueur du texte de loi, soit le 6 août 2008 ».³⁹⁷

« L'échelle des sanctions en fonction des infractions n'est pas précisée, mais l'article L. 621-15, précité, tend à faire respecter un principe de proportionnalité en précisant que « le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ».

L'AMF rappelle que toute décision de sanction peut faire l'objet d'un recours, dans le délai de deux mois à compter de sa notification, devant la cour d'appel de Paris. Pour les professionnels, les recours sont portés devant le Conseil d'Etat. En 2005, sur 27 procédures ayant abouti à une décision de sanction, deux ont concerné des opérations d'initié conformément aux articles 621-1 et s. du règlement général de l'AMF.

A titre d'exemples, la commission des sanctions de l'AMF a infligé le 11 mai 2007 des sanctions au PDG de GFI Informatique pour délit d'initié. L'AMF explique que le PDG a cédé 120 400 actions de GFI entre les 20 et 28 octobre 2004, alors que la société a annoncé qu'elle renonçait à son objectif de marge opérationnelle pour le second semestre, le 9 novembre 2004. Le PDG a été condamné à une amende de 400 000 euros ; les directeurs généraux délégués ont été condamnés à des amendes respectives de 300 000, 100 000 et 50 000 euros pour des motifs identiques. Dans le cadre du deuxième volet de l'affaire Marionnaud, l'AMF considère qu'une sanction s'impose lorsque l'utilisation d'une information privilégiée, consistant en l'achat ou la vente d'instruments financiers, procure un avantage économique –« prenant la forme selon le cas d'une plus value ou d'une perte évitée– que l'utilisateur de l'information n'aurait pas obtenu dans le cadre normal du marché, cet avantage injustifié doit dans l'un de ces cas comme dans l'autre, être regardé comme un

³⁹⁵ Article L. 621-15 III a) et c) du Code monétaire et financier, loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

³⁹⁶ La sanction encourue par des personnes placées sous l'autorité de ces professionnels de marché est de 1,5 millions d'euros ou du décuple du profit réalisé, à laquelle peuvent s'ajouter un avertissement, un blâme, un retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle ainsi qu'une interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des activités (C. monét. fin., art. L. 621-15, III, b).

³⁹⁷ Muriel Goldberg-Darmon, Guillaume Guérin, Les dernières réformes relatives à la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, *Petites affiches*, n°30, 11 février 2009, p. 3

« profit » au sens et pour l'application des dispositions précitées de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier »³⁹⁸

Encadré n°4 : Article L. 621-15 du Code monétaire et financier

L'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, applicable à l'époque des faits, dispose que « (...) La commission des sanctions peut (...) prononcer (...) à l'encontre (...) de toute personne autre que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteur des pratiques mentionnées au I de l'article L. 621-14 (...) une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés (...). Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements (...) ».

Source : AMF, Commission des sanctions, 20 novembre 2008, p. 7

Conclusion du chapitre 2 :

En conclusion, le concept d'information privilégiée s'adapte à la pensée de L. Wittgenstein, « ce qui peut être montré ne peut pas être dit »³⁹⁹. L'information confidentielle se doit d'être préservée afin que l'ensemble des protagonistes ne soient pas lésés. C'est la raison pour laquelle l'accès à l'information privilégiée se doit d'être régulé notamment lorsque des OPA ou OPE sont lancées. Leur usage se matérialise comme « un équilibre sur le fil du rasoir »⁴⁰⁰. L'intention des utilisateurs doit en effet être mesurée sous peine de sanctions. La raison doit rejoindre la norme afin que la norme ne soit pas que contrainte.

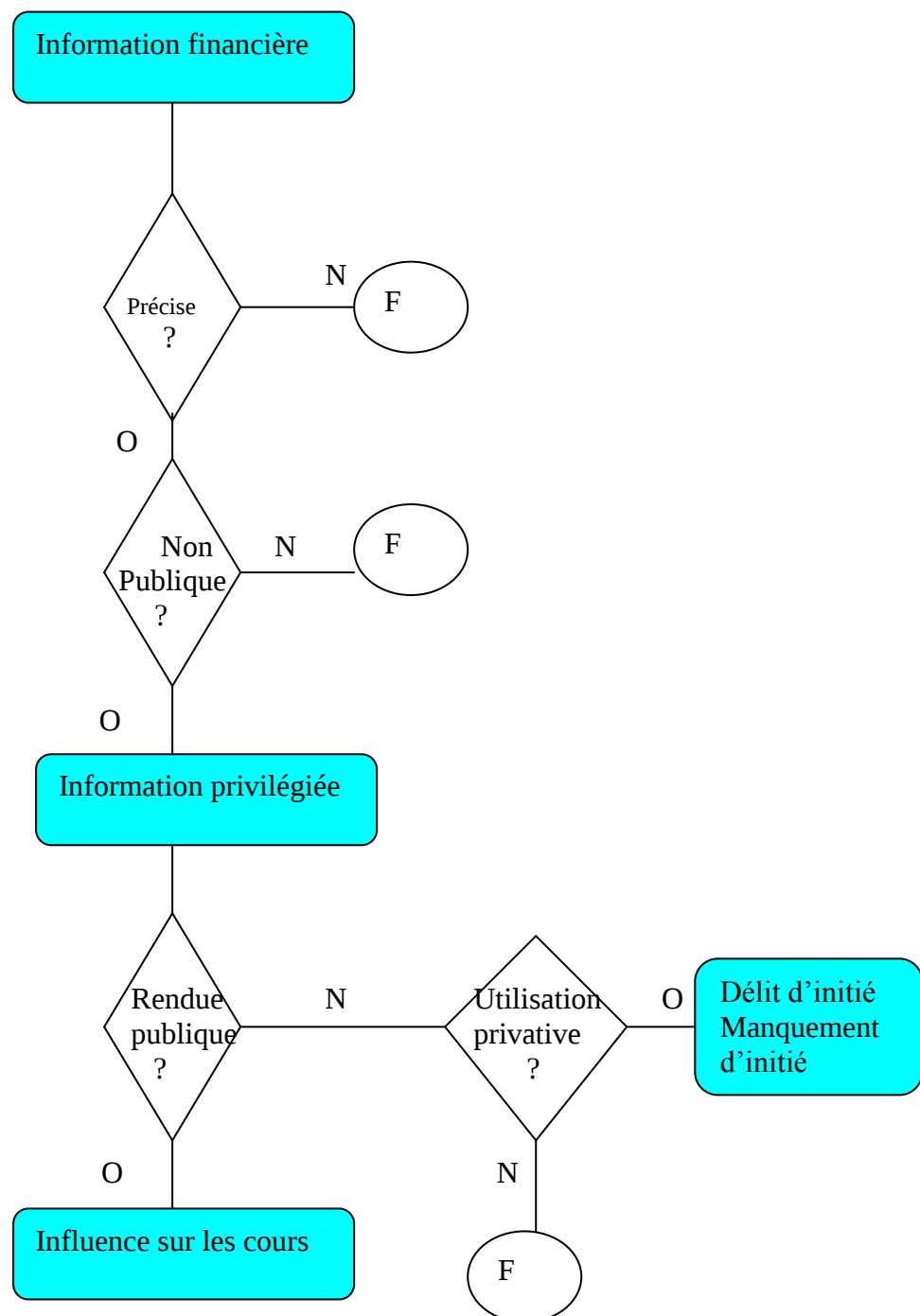
La régulation normative des informations privilégiées constitue une condition *sine qua non* de l'égalité d'accès et de traitement des investisseurs sur les marchés financiers. La culture de la vigilance et non pas de la méfiance à l'égard des initiés demeure essentielle lorsque l'information financière et comptable n'est pas délivrée en temps réel, ce qui conduit à estimer que la gestion des informations privilégiées atteste de l'improbable transparence du marché et de l'existence pérenne d'une concurrence informationnelle asymétrique.

³⁹⁸ AMF, Commission des sanctions, 20 novembre 2008, p. 7, voir encadré n°3.

³⁹⁹ L. Wittgenstein, *Tractatus logico philosophicus*, Gallimard, 1^{er} édition 1921, édition 15 mai 1993

⁴⁰⁰ Expression utilisée par les économistes pour aborder la croissance économique.

Schéma : L'information privilégiée



Chapitre 3 : L'information manipulée et faussée

Plan du chapitre :

Section 1 : La lutte contre la diffusion de fausses informations

I- Etat du droit positif en matière de détermination de fausses informations

A. Sources normatives

B. Elément matériel du délit de diffusion de fausses informations

1. Informations de nature à induire en erreur

2. Informations ambiguës, imprécises et incomplètes

3. Informations diffusées par le dirigeant auprès du public

4. Informations diffusées par la presse

5. Choix du support de diffusion

C. Elément moral du délit de diffusion de fausse information

II- Les sanctions relatives à la diffusion de fausses informations

A. Sanctions pénales

B. Sanctions civiles

C. Sanctions administratives

D. Sanctions disciplinaires

III- L'action des lanceurs d'alerte contre la diffusion de fausses informations

A. Le rôle des auditeurs externes dans la quête du passage de la « vérité de fait » à la « vérité de raison »

B. Les salariés et la mission d'interprétation des informations cachées

Section 2 : Les procédés de manipulation de marché ou de cours

I- Examen du cadre normatif applicable aux manipulations de marché

A. Dispositif normatif

B. Elément matériel

C. Elément moral

II- Les sanctions relatives à la manipulation de cours

III- L'incomplétude de l'action des lanceurs d'alerte face à l'immatérialité de la propagation des informations manipulées

A. Le lanceur d'alerte, un « spectateur engagé » au service de l'intérêt général

B. L'affaire Vivendi Universal, de la manipulation à la diffusion d'informations inexacts

Sous-section 3 : Le cas spécifique du *scalping* : entre délit d'initié et délit de diffusion de fausses informations

Conclusion du chapitre 3

Résumé :

La protection de l'intégrité de l'information financière demeure conditionnée par l'efficacité du régulateur boursier pour empêcher et prévenir la diffusion de fausses informations et les manipulations de cours. Le lanceur d'alerte, commissaire aux comptes ou salarié, devient un acteur essentiel pour anticiper et informer les autorités régulatrices.

Partant du constat que les fausses informations sont déstructurantes par essence, la lutte contre leur diffusion se construit autour d'un cadre normatif régulateur au sein duquel le lanceur d'alerte constitue un élément déterminant. En raison de leurs coûts sociétaux, les manipulations financières et comptables, associées à la construction de fausses informations ne déstabilisent pas seulement les marchés financiers en ébranlant la confiance des investisseurs, elles font peser sur l'économie de nombreux risques pour l'emploi, comme l'ont démontré la faillite d'Enron et la disparition du cabinet d'audit Arthur Andersen ; de plus, elles menacent les sous-traitants et les économies locales, à l'instar de l'affaire Parmalat.

Dissocier fausse information et manipulation de l'information constitue bien souvent un enjeu plus intellectuel que pratique car la fausse information se nourrit de la manipulation. Il est cependant possible de considérer que la manipulation de l'information est une action dynamique alors que la fausse information est un constat statique. L'état du droit positif permet de comprendre et de lutter contre ces deux fléaux dont la nature destabilisatrice atteint non seulement la confiance des investisseurs mais aussi celle des partenaires de l'entreprise. Néanmoins, il importe de constater que la seule analyse de la régulation des flux d'informations demeure dépassée par l'enjeu de l'attractivité des actionnaires. Les affaires récentes se sont tout simplement retournées contre ceux qui, conscients du fait que la croissance économique ne peut dépasser 3 à 4 %, continuent d'exiger une rentabilité des capitaux propres supérieure à 14 % ; dès lors, la conciliation de cette exigence avec la situation réelle de l'économie se traduit par une déconnexion de la sphère réelle d'avec la sphère financière et par le recours à des procédés sophistes de manipulation de l'information comptable et financière. Aller au-delà de ce constat consiste à reconnaître que la nature humaine, plus spéculative que sage, a besoin de garde-fous ; le lanceur d'alerte peut jouer ce rôle si son indépendance est assurée par les institutions qu'il représente.

La régulation de l'information financière se heurte à la subtilité des procédés de manipulation de marché. C'est finalement pour trouver des moyens d'action adaptés à chaque situation que le droit doit chercher à dissocier les fausses informations (section 1) des informations manipulées (section 2). Cette différenciation peut s'avérer particulièrement délicate à mettre en œuvre face à la spécificité du « *scalping* » (section 3).

Section 1 : La lutte contre la diffusion de fausses informations

La régulation de l'information financière n'est pas conçue en fonction du cadre théorique que constitue le marché mais se construit autour d'éléments techniques de nature juridique et d'acteurs disposant d'un rôle spécifique leur permettant d'intervenir dans la lutte contre la diffusion de fausses informations. Les salariés, grâce à leur implication dans le processus de construction de l'information financière, et les auditeurs externes dans le cadre de leur mission d'évaluation des informations comptables et financières s'inscrivent comme des acteurs incontournables. S'interroger sur les mécanismes de régulation de l'information financière conduit à observer la manière dont le droit positif aborde le concept de diffusion de fausses informations (I), puis, à identifier les sanctions inhérentes à leur détection (II) et enfin à évaluer la capacité des auditeurs externes et des salariés à jouer le rôle de lanceurs d'alerte pour faire échec à leur propagation (III).

I- Etat du droit positif en matière de détermination de fausses informations

Le droit positif cerne le concept de fausse information en relevant que l'ambiguïté, l'imprécision et l'incomplétude, éléments de nature à induire en erreur, concourent à la qualification pénale de délit et à la qualification administrative de manquement. La détermination du délit de fausse information repose sur le triptyque pénal, élément textuel (A), élément matériel (B) et élément moral (C). Celle du manquement administratif, sanctionné par l'AMF, est sous-jacente à l'absence de volonté, chez son auteur, d'en empêcher la diffusion.

A- Sources normatives

La création de fausses informations constitue, d'une part, un délit dont la portée se caractérise par la diffusion consciente d'une information de nature à perturber ou fausser les équilibres du marché et d'autre part, un manquement spécifié par l'absence de volonté d'en empêcher la propagation.

Le délit de fausse information fut intégré dans le droit français par la loi du 23 décembre 1970. D'inspiration américaine, la règle 10-b -5 de la *Securities Exchange Commission* précise qu'il est illégal pour toute personne, utilisant quelque moyen ou instrument de communication inter-étatique ou la poste, ou quelque facilité que ce soit, offerte par une bourse nationale de valeurs, de faire, directement ou indirectement, une déclaration inexacte concernant un « fait pertinent ». L'article L. 465-2 al. 2 du Code monétaire et financier dispose : « est puni des peines prévues au premier alinéa le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et des moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ».

La diffusion d'une fausse information repose à la fois sur la volonté de construire une information biaisée et sur l'absence de volonté d'empêcher la diffusion d'une information reconnue ou perçue comme étant susceptible de tromper la vigilance des intervenants sur les marchés financiers. La volonté de diffuser une fausse information est constitutive d'un délit et l'absence de volonté d'empêcher, en toute connaissance de cause, la diffusion d'une fausse information se traduit par un « manquement ».

Le manquement résulte du fait que la personne mise en cause aurait dû avoir connaissance de la fausseté de l'information. La transposition de la directive « abus de marché » permet de sanctionner administrativement le manquement comme une manipulation. L'article 2.c de la directive sanctionne « le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses (...) ». La Commission économique et monétaire du Parlement européen, dans le cadre d'amendements au texte législatif, faisait remarquer dans le considérant 12 bis que « les moyens modernes de communication permettent certes d'assurer une plus grande équité dans l'accès à l'information financière entre les professionnels des marchés financiers et les investisseurs individuels, mais accroissent aussi le risque de

diffusion d'informations fausses ou mensongères. L'amendement 22 insistait sur le fait que « la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou ne pouvait raisonnablement ignorer que l'information était fausse ou trompeuse ». En droit français, l'article 632-1 du Règlement général de l'AMF, transposant l'article 2.c de la directive « abus de marché, énonce que le manquement résulte du fait que « toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment des informations (...) qui sont susceptibles de donner des informations inexactes (...) ». L'adverbe « sciemment » exprime ici l'intentionnalité du manquement.

La doctrine souligne que « la perplexité naît de l'existence de la conscience de l'auteur du manquement »⁴⁰¹, c'est la raison pour laquelle l'élément intentionnel n'étant pas aisément déterminable, le manquement demeure plus difficile à caractériser que le délit. Le manquement constitue une carence dans le devoir de vigilance. *A contrario*, il convient de remarquer que la diffusion d'une fausse information aurait dû être empêchée par une action volontaire ; or, l'acteur du manquement a laissé faire et a laissé passer une information biaisée impliquant que par sa nature, « l'élément intentionnel du manquement n'étant pas requis, le manquement était plus facile à caractériser que le délit »⁴⁰².

B- Elément matériel du délit de diffusion de fausses informations

La matérialité du délit de diffusion de fausse information repose sur son caractère mensonger, trompeur, ambigu, imprécis, incomplet. L'information doit être diffusée volontairement auprès du public, sous quelque forme que ce soit, les dirigeants n'étant pas responsables des fausses informations diffusées par la presse.

1. Informations de nature à induire en erreur.

La recherche des éléments conduisant à qualifier de fausse l'information financière repose sur le caractère mensonger, trompeur. L'information doit être de nature à induire en erreur. On pourrait soutenir, comme cela a été fait dans un moyen présenté à la Cour de cassation, que « en incriminant la diffusion non seulement d'informations fausses, autrement dit inexactes, mais également d'informations trompeuses, l'article L 465-1 du Code monétaire et financier (article 10-1 alinéa 3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967) a entendu précisément viser les informations qui, sans être intrinsèquement inexactes, sont de nature à induire en erreur de par leur ambiguïté, leur absence de précision ou encore leur caractère lacunaire (...). »⁴⁰³.

2. Informations ambiguës, imprécises et incomplètes

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 25 janvier 2000 relève que le seul fait que le président d'une société mère ait publié, « en pleine connaissance de cause, eu égard aux documents et avis dont il disposait, des informations tronquées ne donnant pas une image fidèle de la situation économique et financière de la société (...) », suffit à constater que par ces imprécisions, la connaissance que pouvait avoir le marché de l'état de la société a été faussée et « qu'il a été porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à

⁴⁰¹ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, *Economica*, deuxième édition, 2005, p. 470

⁴⁰² V.H. de Vauplane, O. Simart, Délits boursiers, propositions de réforme, *Revue du droit bancaire et bourse*, n° 61, spéc. n° 11, mai-juin 1997, p. 85

⁴⁰³ Cass. crim., 4 novembre 2004, *Bull. Joly bourse*, 2005, p. 257, note Rontchevsky.

leurs intérêts »⁴⁰⁴. Le président de la société mère a été sanctionné pour avoir fait diffuser un communiqué occultant des éléments d'appréciation essentiels de la situation financière réelle de la société. Il a notamment évoqué vaguement les difficultés de celle-ci en annonçant pour son évolution des tendances favorables confirmées⁴⁰⁵.

L'AMF demeure très vigilante en matière d'obligation d'information. La commission des sanctions n'a pas hésité à sanctionner le 16 janvier 2008 la société Infogrammes pour n'avoir pas respecté l'obligation d'information du régulateur en matière d'achat de titres. La lutte contre la diffusion de fausses informations par le régulateur est concomitante avec l'exigence de veiller au bon respect des obligations ponctuelles d'information du marché⁴⁰⁶.

3. Informations diffusées par le dirigeant auprès du public

La diffusion volontaire auprès du public d'une information trompeuse, pour maintenir une bonne tenue des cours et rendre possible une augmentation de capital avec émission de titres en bourse, opération susceptible de remédier aux difficultés financières de la société, est susceptible d'entraîner des sanctions pénales. Selon la Cour de cassation, en retenant les caractères trompeur et mensonger des informations diffusées, la cour d'appel a caractérisé les éléments constitutifs du délit « l'intention frauduleuse du prévenu résulte de la connaissance qu'il avait du caractère mensonger et trompeur des informations ; que le dol spécial exigé par le texte d'incrimination issu de la loi du 3 janvier 1983 consistait dans l'intention d'agir sur le cours du titre se trouve aussi caractérisé par l'enjeu décisif que représentait le maintien du cours du titre pour consolider l'opération d'augmentation du capital envisagé »⁴⁰⁷. L'intention frauduleuse s'appuie sur le fait que le dirigeant de la société avait annoncé devant des analystes financiers que l'exercice en cours devait permettre la concrétisation des engagements, alors que la réalité démentait la teneur des propos.

4. Informations diffusées par la presse

L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 11 janvier 2000 permet de relever que le règlement n°90-02 de la Commission des opérations de bourse « ne fait pas peser sur l'émetteur une obligation de démentir la presse et ne frappe pas de sanction une société qui n'aurait pas contredit des articles de journaux relatant imparfaitement les propos de ses dirigeants (...)»⁴⁰⁸. La cour d'appel considère « que ne peut être assimilé à un « fait important » à porter à la connaissance du public, au sens du texte précité, l'information erronée ou déformée par la presse, alors qu'il ne pèse sur les émetteurs aucune obligation de contrôler les informations que la presse choisit de publier, en dehors de tout communiqué de l'émetteur ».

⁴⁰⁴ CA Paris, 25 janvier 2000, *Bull. Joly bourse*, 2000, p. 262, § 54, note Rontchevsky, à propos du Règlement COB n° 90-02.

⁴⁰⁵ CA Paris, 25 janvier 2000, source Legi France

⁴⁰⁶ AMF, commission des sanctions, 16 janvier 2008.

⁴⁰⁷ Cass. crim., 15 mai 1997, *Rev. Sociétés*, 1998, p. 135, note Bouloc

⁴⁰⁸ CA Paris, 11 janvier 2000, *Dr. Sociétés*, 3/2000, n° 46, obs. H Hovasse ; *Bull. Joly bourse et produits financiers*, mars-avr 2000, p. 148, note Th. Bonneau.

5. Choix du support de diffusion

L'article L. 465-1⁴⁰⁹ du Code monétaire et financier incrimine « les voies et moyens quelconques », c'est-à-dire presse, radio, télévision, minitel, Internet⁴¹⁰.

Le jugement du tribunal correctionnel de Paris du 20 décembre 1990 et l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 15 décembre 1989 conduisent à considérer que les modalités ou supports de diffusion de l'information sont indifférents.

C- Elément moral du délit de diffusion de fausses informations

Le caractère intentionnel de l'infraction repose à la fois sur un dol général et un dol spécial. Le dol général repose sur le principe suivant lequel tout délit suppose une intention de le commettre chez son auteur. En l'espèce, cela signifie que l'auteur de l'infraction doit avoir conscience du caractère illicite de son acte, l'action n'est pas accidentelle, elle se manifeste par une entrave au bon fonctionnement du marché. Le dol spécial se manifeste lorsque le manipulateur de fausses informations « provoque l'établissement d'ordres de bourse, par les investisseurs manipulés, pour créer une tendance, haussière ou baissière, et lui permettre de parvenir au résultat recherché qui est d'entraver le jeu normal du marché en agissant artificiellement sur les cours »⁴¹¹.

L'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 18 novembre 2008 précise en outre que les dispositions de l'article 632-1 du RGAMF n'exigent pas d'établir le caractère intentionnel de la communication d'une information donnant des indications inexacts, imprécises ou trompeuses⁴¹².

La combinaison de ces éléments d'ordre pénal en droit français permet de sanctionner le délit de diffusion d'une fausse information, l'AMF sanctionnant le manquement administratif.

Encadré n° 1 : Information trompeuse

Attendu, selon l'arrêt attaqué (Paris, 20 novembre 2007), que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), relevant que M. X... avait communiqué des informations inexacts, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société anonyme X... (la société) dont il était le président du conseil d'administration, et ainsi contrevenu aux dispositions des articles 2, 3 et 4 du règlement n° 98-07 de la COB relatif à l'obligation d'information du public, repris par les articles 222-1 à 222-3 du règlement général de l'AMF, a prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 60 000 euros, assortie d'une mesure de publication ; que M. X... a formé un recours contre cette décision ;
(...)

Mais attendu, en premier lieu, qu'il résulte de la combinaison des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier et de l'article 1er du règlement n° 98-07 de la COB, alors applicable, qu'une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne, physique ou morale, ayant manqué aux obligations d'information du public définies par ce règlement ; que dès lors, c'est à bon droit, que la cour d'appel a retenu que M. X... pouvait être sanctionné au titre des manquements commis par lui en qualité de dirigeant de la société émettrice, à l'obligation d'information imposée à celle-ci ;

⁴⁰⁹ Art L. 465-1 du Cde monétaire et financier nouveau

⁴¹⁰ D'après F. Stasiak, *Droit Pénal des Affaires*, Manuel, L.G.D.J., novembre 2005, p. 262

⁴¹¹ Daniel Ohl, op. cit, p. 325

⁴¹² Cass. com., 18 novembre 2008, n°08-10246, (Gaudriot) cité par yves Sexer, Noémie du Chaffaut, *Droit des marchés financiers, La semaine juridique – éditions entreprise et affaires*, n°18, 30 avril 2009, p. 18

Et attendu, en second lieu, que les dispositions de l'article L. 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'exigent pas d'établir le caractère intentionnel de la communication d'une information donnant des indications inexactes, imprécises ou trompeuses ; qu'en relevant, par motifs propres et adoptés, qu'à plusieurs reprises, M. X..., en sa qualité de responsable de la communication financière au sein du groupe, avait communiqué des informations trop optimistes sur la situation de la société, la cour d'appel, qui n'avait pas à procéder aux recherches inopérantes visées à la quatrième branche du moyen, a, par des motifs exempts de contradiction et sans méconnaître les termes du litige, légalement justifié sa décision ;

D'où il suit que le moyen n'est pas fondé ;

(...)

Mais attendu, en premier lieu, que l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable en la cause, prohibe les pratiques ayant pour effet, non seulement de fausser le fonctionnement du marché, mais aussi de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ; qu'en relevant que, quelle qu'ait été l'évolution du cours de bourse du titre de la société, l'information délivrée était, par son caractère inexact, de nature à tromper le marché en faussant la connaissance que ce dernier pouvait avoir de l'état de la société et avait ainsi porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, la cour d'appel a légalement justifié sa décision ;

Et attendu, en second lieu, que constitue une information imprécise, au sens des dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 alors applicables, toute communication d'informations incomplètes sur la situation d'un émetteur à destination du public, quand bien même les informations manquantes seraient susceptibles de lui avoir été communiquées par d'autres supports ; que l'arrêt retient qu'il importait peu que la documentation de référence de la société ait mentionné les réserves des commissaires aux comptes, formulées dans les rapports des 10 juin 2002 et 6 juin 2003, et que ces derniers aient été publiés au Bulletin des annonces légales obligatoires, l'accomplissement de ces formalités n'autorisant pas M. X... à donner, dans des communiqués de presse distincts, une présentation tronquée de la situation de l'entreprise ; que l'arrêt retient encore que la société, qui avait choisi une présentation de ses comptes pro forma, dérogeait à celle imposée par le règlement CRC n° 99-02, imposant une présentation qui permet d'établir, à périmètre constant, une comparaison entre l'année en cours et l'année précédente, ne l'avait mentionnée que dans ses documents de référence et avait fait état, dans ses communiqués, de "données consolidées pro forma", sans préciser que les évolutions d'une année sur l'autre n'étaient pas évaluées à périmètre constant, de sorte que le public avait été abusé sur les performances du groupe ; qu'en l'état de ces constatations et énonciations, desquelles il ressort qu'était caractérisée une information imprécise portant atteinte à l'information du public, la cour d'appel, qui n'était pas tenue de procéder aux recherches inopérantes visées à la deuxième branche du moyen, a statué à bon droit ;

Et attendu, en dernier lieu, que l'arrêt retient que le communiqué de presse du 11 avril 2003 ne précisait pas que les comptes de l'exercice 2002 n'avaient pas fait l'objet d'un audit, alors qu'en juillet 2003, les chiffres définitifs avaient été corrigés à la baisse de 23 %, de sorte que le marché avait été abusé sur la fiabilité des données portées à sa connaissance ; qu'il relève que le communiqué du 29 décembre 2003, aux termes duquel "les commissaires aux comptes ont

ainsi pu délivrer une attestation sur les comptes semestriels au 30 juin 2003 et ont conclu à une absence d'opinion, sans formuler de remarques particulières", était trompeur et délivrait une information inexacte, dès lors que les nouvelles réserves, formulées par ces professionnels, dans leur rapport du 19 décembre 2003, avaient été occultées ; qu'en l'état de ces constatations et énonciations, desquelles il ressort que l'information délivrée par M. X..., de nature à tromper le marché par son caractère inexact, avait porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, la cour d'appel, qui n'était pas tenue de procéder aux recherches inopérantes visées par les deux dernières branches du moyen, a légalement justifié sa décision ;

D'où il suit que le moyen n'est pas fondé ;

Et attendu que le troisième moyen ne serait pas de nature à permettre l'admission du pourvoi ;

PAR CES MOTIFS:

REJETTE le pourvoi ;

Condamne M. X... aux dépens ;

Source : Cass. com., 18 novembre 2008, n°08-10246

II- Les sanctions relatives à la diffusion de fausses informations

Les sanctions relatives à la diffusion de fausses informations permettent de mesurer l'étendue des pouvoirs dont dispose l'autorité de régulation, l'AMF. Ces prérogatives sont partagées avec l'autorité judiciaire.

La diffusion de fausses informations et la manipulation de cours sont des délits prévus par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier. L'article L. 465-3 étend la répression aux personnes morales. Les sanctions pénales sont prononcées par le tribunal de grande instance de Paris (CPP, art 704-1). Le régime des sanctions administratives s'applique aux « manquements » commis par toute personne ou par les professionnels des marchés financiers conformément à l'article L. 621-15 II, c. et d. du Code monétaire et financier. L'AMF hérite d'un double pouvoir de sanction « administratif et disciplinaire ». Les sanctions prononcées à l'encontre des professionnels font l'objet de recours devant le Conseil d'Etat ; les recours contre les sanctions prononcées à l'égard de toute autre personne sont portés devant la cour d'appel de Paris.

Les sanctions relatives à la diffusion des fausses informations seront abordées sous l'angle pénal (A), civil (B), administratif et disciplinaire (C).

A- Sanctions pénales

La circulaire du 14 septembre 2004⁴¹³, relative à la présentation des dispositions pénales ou à incidence pénale des lois du 1^{er} août 2003 de sécurité financière et d'initiative économique, prescrit la mise en œuvre d'un dispositif d'articulation des poursuites et des sanctions entre

⁴¹³ B.O. du Ministère de la justice n°95 (1^{er} juillet –30 septembre 2004). Circulaire du 14 septembre 2004 de la direction des affaires criminelles et des grâces du Ministère de la justice, relative à la présentation des dispositions pénales ou à incidence pénale de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, de la loi du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique, et de l'ordonnance du 25 mars 2004 portant simplification du droit et des formalités pour les entreprises.

l'AMF et les juridictions pénales. « Il est apparu au législateur que si le droit français admettait le cumul des poursuites et des sanctions administratives et pénales en matière boursière, « sous réserve que le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues », il convenait néanmoins de mettre en place un dispositif permettant à chaque autorité de poursuite d'être strictement informée des poursuites exercées, le cas échéant, par l'autre autorité et ce, afin de permettre une mise en œuvre des pouvoirs de chacune la plus éclairée possible (...) Pour ce faire, le législateur a confié au tribunal de grande instance de Paris une compétence nationale exclusive pour la poursuite, l'instruction et le jugement des délits prévus aux articles L.465-1 et L.465-2 du code monétaire et financier (délits d'initié, utilisation d'informations privilégiées, communication d'informations privilégiées, diffusion d'informations fausses ou trompeuses de nature à influencer le cours, manipulation de cours), ainsi que des infractions connexes. (...) »⁴¹⁴. Cette compétence pénale exclusive n'annihile pas la compétence administrative de l'AMF.

Les sanctions pénales s'appliquent aux personnes couvertes par le dispositif prévu à l'article L. 465-2, al.2 du Code monétaire et financier. Ces sanctions sont identiques à celles prévues en cas d'usage abusif d'informations privilégiées, emprisonnement de deux ans et amende de 1 500 000 euros dont le montant pourra être porté au-delà de ce dernier chiffre jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé et sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit (C. mon. fin. art L. 465-1, al. 1). L'article L. 465-3 du Code monétaire et financier dispose que les personnes morales peuvent être déclarées pénalement responsables lorsque le délit a été commis pour leur compte, par leurs organes ou représentants. Conformément au droit commun, les victimes d'un délit de fausse information peuvent se faire indemniser du préjudice essentiellement subi en se constituant parties civiles⁴¹⁵. L'article L. 621-16-1 énonce que l'AMF peut exercer les droits de la partie civile. Cependant, l'AMF ne peut, à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits, exercer concurremment ses pouvoirs de sanction et les droits de la partie civile⁴¹⁶.

B- Sanctions civiles

L'action en responsabilité délictuelle ou quasi délictuelle peut être exercée sur le fondement des articles 1382 et 1383 du Code civil. Un arrêt de la cour d'appel de Colmar du 14 octobre 2003 confirme que la société engage sa responsabilité lorsqu'elle publie sciemment des perspectives de résultat dont elle sait qu'elles n'ont raisonnablement pas de chance de se réaliser. Le montant de l'indemnisation versée à l'actionnaire trompé par cette information est égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions acquises par l'intéressé, après la publication du communiqué litigieux, et qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses⁴¹⁷.

⁴¹⁴ Circulaire du 14 septembre 2004⁴¹⁴, relative à la présentation des dispositions pénales ou à incidence pénale des lois du 1^{er} août 2003 de sécurité financière et d'initiative économique

⁴¹⁵ A. Charveriat, A. Couret, et alii, *Mémento pratique Francis Lefebvre, Sociétés Commerciales 2006*, Editions F. Lefebvre, octobre 2005, p. 960

⁴¹⁶ D'après Ibid.

⁴¹⁷ CA Colmar 14 oct. 2003 n° 01-3432

C- Sanctions administratives

La sanction administrative est prononcée par l'Autorité des marchés financiers, instituée par la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 et le décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003. Elle concerne « toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livré à une manipulation de cours, à la diffusion de fausse information ou à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14 dès lors que ces actes concernent un instrument financier admis aux négociations sur un marché français » (art. L. 621-15, § II, c, modifié par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005).

Contrairement au droit pénal qui différencie le délit de diffusion de fausses informations de celui de manipulation de cours, le Règlement général de l'AMF, conformément à la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003, assimile les deux types d'entrave à la transparence du marché.

Les peines ainsi que les règles de prescription applicables au manquement à la bonne information du public, sont les mêmes que celles applicables au manquement d'initié.⁴¹⁸

Les articles 222-10 et 632-1 du Règlement général de l'AMF permettent de considérer que « la comptabilisation dans les comptes d'un exercice de plus-values de cessions non réalisées, l'absence ou l'insuffisance de provisions pour risques, le défaut de mention dans l'annexe des comptes d'importants engagements à l'égard des tiers sont de nature à fausser l'information donnée au public sur la situation financière de la société et doivent être sanctionnés comme manquements au règlement 90-02 »⁴¹⁹. L'article 222-1 du Règlement général de l'AMF dispose que les sanctions pécuniaires peuvent s'appliquer, non seulement aux personnes physiques, mais aussi aux personnes morales et aux dirigeants de celles-ci.

Sur le plan jurisprudentiel, l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 25 janvier 2000 confirme que la sanction administrative peut s'appliquer sans qu'il soit nécessaire que « l'information erronée ait provoqué une variation de cours du titre concerné ; il suffit de constater que, par ses imprécisions et inexactitudes, elle a faussé la connaissance que pouvait avoir le marché de l'état de la société »⁴²⁰. L'arrêt de rejet de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 23 juin 2004 précise très clairement que des sanctions administratives s'appliquent lorsqu'une société manque à son obligation d'information permanente du public ou qu'elle diffuse des informations imprécises ou trompeuses. « Ayant relevé que le 20 novembre 1998, alors que la société Olitec confirmait une prévision de chiffre d'affaires de 320 000 000 francs pour l'année en cours, elle savait qu'à cette date, 40% des commandes du modem Smart memory avaient été reportées ou annulées et avait constaté que ce nouveau produit connaissait de toute évidence des problèmes d'homologation et de commercialisation, c'est par une décision motivée que la cour d'appel a retenu que l'information donnée au public le 20 novembre 1998 sur le décalage des commandes du troisième au quatrième trimestre et sur le succès sans précédent du modem Smart memory était imprécise et trompeuse ; et attendu que tout émetteur doit, le plus tôt possible, porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument

⁴¹⁸ Voir Aagathe Lepage, Patrick Maistre du Chambon, Renaud Salomon, *Droit pénal des affaires*, Manuel, LexisNexis, Litec, novembre 2008, p. 410

⁴¹⁹ Cité par A. Charveriat, A. Couret, *op. cit.*, p. 961

⁴²⁰ CA Paris 25 janvier 2000 : RDJA 6/00 n° 676

financier(...) la cour d'appel (...) a retenu que la société Olitec avait également manqué à son obligation d'information permanente du public entre le 20 novembre 1998 et le 17 février 1999»⁴²¹.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 6 avril 1994 implique que des sanctions peuvent être prononcées à l'encontre des dirigeants même s'ils ont agi, non pour leur compte, mais pour celui de la société qu'ils dirigent et même s'ils n'ont tiré aucun profit personnel de l'opération⁴²².

L'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 31 mars 2004 retient que « le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant d'une personne morale n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions dès lors que la Commission n'est pas saisie d'une action en responsabilité civile mais décide du bien fondé d'accusation en matière pénale au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales et que ce dirigeant peut directement être sanctionné en tant qu'auteur des agissements incriminés lorsque, comme en l'espèce, les règlements en cause le prévoient expressément »⁴²³. L'arrêt relève que le dirigeant avait été, « à partir de la notification des griefs, qui faisait clairement apparaître que la personne mise en cause par le rapporteur était le président du conseil d'administration et non la société émettrice, en mesure de faire connaître utilement son point de vue et ses observations en vue de sa défense personnelle, sur le grief de diffusion d'informations trompeuses qui lui était notifié »⁴²⁴.

L'article L. 621-16 du Code monétaire et financier dispose que « lorsque la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce ».

D- Les sanctions disciplinaires

L'article L. 621-15 § II, a et b énonce que les sanctions disciplinaires punissent les manquements professionnels des prestataires de service d'investissements agréés, des personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers et des personnes physiques placées sous leur autorité. L'échelle des sanctions s'étend de l'avertissement, du blâme, de l'interdiction temporaire ou définitive d'exercer, du retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle pour la dernière catégorie jusqu'à la sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1.5 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.

Les sanctions administratives ne se cumulent pas avec les sanctions disciplinaires.

⁴²¹ Cass. Com. 23 juin 2004 n° 1014 : RJDA 12/04 n° 1341

⁴²² CA Paris 06 avril 1994

⁴²³ Cass. Com. 31 mars 2004, bulletin 2004 IV n° 65 p.66, JCP ed Entreprises et affaires, 2005, n°9, p. 378, obs A. Deprez-Graff, BMIS Joly, 01/07/2004, La faute personnelle n'est pas sans limite, n°7, pp. 982-988, note G. Aurezo, Revue de Droit Bancaire et Financier, 01/07/2004, n°4, p. 268 note H. Le Nabasque.

⁴²⁴ Cass. Com. 31mars 2004, préc.

III- L'action des lanceurs d'alerte contre la diffusion de fausses informations

La lutte contre les fausses informations de nature financière et comptable se trouve confrontée à deux logiques antagonistes. D'une part, la raison d'être de l'économie, science dont la finalité ne demeure pas, par nature, morale, consiste, à partir de faits avérés, à rechercher l'optimisation du profit et à rentabiliser l'existant en privilégiant la somme des intérêts individuels au sens micro-économique et d'autre part, la logique propre au droit positif, réceptacle des textes et normes en vigueur.

L'existence d'un cadre juridique visant à lutter contre la diffusion de fausses informations est une condition nécessaire mais non suffisante dans la mesure où l'efficacité de la norme se heurte à l'efficacité de la recherche du profit, donnée économique marchande. En d'autres termes, opposer norme juridique ou valeur d'usage, c'est-à-dire sociale, à l'information financière ou valeur d'échange peut se traduire par l'achoppement de la norme juridique de nature contraignante face aux ambitions individuelles de ceux qui ont intérêt à construire de fausses informations, donc à pervertir la norme.

Il importe, alors, de rechercher les acteurs idoines susceptibles de faire aboutir avec succès la mise en œuvre de la norme contraignante. C'est donc une question essentiellement pratique qu'il convient de se poser. Quelles sont les entités capables de mettre en œuvre une norme contraignante de recherche de vérité ?

Deux acteurs semblent se dégager aisément, les auditeurs externes, « sachants », dont la mission consiste à certifier des comptes et à les labelliser en leur accordant la qualité, le cas échéant, d'image fidèle et les salariés, acteurs internes au cœur du processus de production. Ils constituent les acteurs de l'alerte en situation de diffusion de fausses informations. Les auditeurs externes déclenchent une alerte à caractère comptable et financier lorsque les comptes sont *de facto* détournés (A) ; les salariés peuvent recourir à l'alerte éthique qui renforcera leur mission de contrôle interne (B).

A- Le rôle des auditeurs externes dans la quête du passage de la « vérité de fait » à la « vérité de raison ».

Contrôleur des comptes, l'auditeur externe construit la recherche de vérité sur des faits avérés et forge son évaluation sur la raison. La quête d'une information sincère et non biaisée repose sur le passage d'une vérité de fait à une vérité de raison.

Reprenant la distinction opérée par Aristote, Leibniz explore les concepts « vérités de raison » et « vérités de fait ». Les « vérités de fait » émanent de la logique, de la géométrie et de l'arithmétique. Si l'on accepte un raisonnement analogique, la construction d'un compte de résultat et la diffusion d'informations financières se construisent à partir d'événements liés à l'activité économique ou exploitation, à l'activité financière, demande de prêt, remboursement d'emprunt par exemple et de faits par nature exceptionnels comme la cession du siège social ou une pénalité non prévue. La vérité comptable recherchée repose sur de tels faits. L'auditeur externe s'empare alors des enregistrements chronologiques pour en mesurer l'exactitude et s'assurer que les documents de synthèse donnent une image fidèle de la réalité. Les « vérités de raison » se construisent à partir d'une connaissance universelle et nécessaire dont on peut comprendre la teneur par l'analyse. Pour Leibniz, la connaissance universelle et nécessaire dérive de la raison. A ce stade du raisonnement, la mission de l'auditeur externe trouve toute son utilité ; il construit à partir de faits, une vérité raisonnée de la situation comptable et financière ; celle-ci doit devenir immuable pour pouvoir être pérenne et crédible sur la durée. Légalement, l'auditeur externe a besoin d'un double système protecteur : pouvoir

contrôler les informations transmises par les dirigeants et s'appuyer sur un code de déontologie précisant le cadre d'exercice de sa mission.

La loi du 31 juillet 2002 dite Sarbanes-Oxley⁴²⁵, votée par le Congrès des Etats-Unis et ratifiée par le président Bush le 30 juillet 2002 s'inscrit dans cette logique. Applicable à partir du 15 juin 2004, elle constitue une réponse aux différentes affaires révélatrices des défaillances de la législation comptable et financière et des faiblesses et insuffisances d'un système basé sur l'autorégulation des acteurs et de l'information financière délivrée au public. Elle a introduit l'obligation pour le directeur général (*Chief executive officer – CEO*) et les directeurs financiers (*Chief financial officer – CFO*) de certifier personnellement leurs comptes. Cet aspect du dispositif préfigure ce que pourrait être la préparation d'une future action en responsabilité.

Cette mesure apparaît essentielle après les scandales Enron et Worldcom dans lesquels les dirigeants ont été impliqués. L'article 404 (a) de la loi SOX énonce que la direction des sociétés ouvertes doit produire un rapport sur le contrôle interne. Le Congrès américain considérait comme préoccupants les échecs du contrôle interne à l'égard de l'information financière. Dans le cadre de l'article 404 (a) de la loi SOX, la *Securities and exchanges commission* (SEC) exige que, quelle que soit leur taille, tous les émetteurs inscrits auprès d'elle incluent, dans leur rapport annuel, un rapport sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière. Ce rapport devra comporter les éléments suivants :

- Une déclaration selon laquelle la direction a la responsabilité d'établir et de maintenir un contrôle interne adéquat à l'égard de l'information financière de la société ;
- Une description du cadre que la direction applique pour évaluer l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière ;
- Une évaluation de la direction au sujet de l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière à la fin de l'exercice le plus récent de l'émetteur ;
- Une déclaration selon laquelle les vérificateurs indépendants de l'émetteur ont délivré un rapport d'attestation portant sur l'évaluation de la direction au sujet du contrôle interne à l'égard de l'information financière.

La loi SOX prévoit également la mise en place d'une majorité d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration, la fourniture d'informations complémentaires à la SEC (principes comptables guidant la présentation des comptes, transactions hors bilan, changement dans la propriété des actifs détenus par les dirigeants, codes éthiques de l'entreprise), une clôture plus rapide des comptes en deux jours au lieu de quinze (section 409), un alourdissement des sanctions pénales (jusqu'à 25 ans d'emprisonnement pour fraude) et financières par l'encadrement des avantages particuliers des dirigeants se traduisant par la perte de l'intéressement en cas de diffusion d'informations inexactes, l'interdiction des emprunts auprès de l'entreprise, la possibilité donnée à la SEC d'interdire tout mandat social pour les dirigeants soupçonnés de fraude et la mise en place au sein des entreprises de comités de vérification indépendants, notamment habilités à recevoir et traiter des plaintes venant des actionnaires ou encore des employés et concernant la comptabilité de l'entreprise et les procédures de vérification (procédure dite du « *whistleblowing* »).

⁴²⁵ Il est précisé que la loi peut être citée en tant que *Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Le sénateur démocrate P. Sarbanes, président de la commission des affaires bancaires et le représentant républicain M. Oxley, président de la commission des services financiers, en ont été les rédacteurs.

La loi SOX ne touche pas uniquement les entreprises américaines. En effet, sont concernées directement toutes les sociétés cotées aux Etats-Unis et réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 75 millions de dollars. En Europe, 306 sociétés sont directement concernées par la loi SOX, dont 32 en France ; le premier pays européen par le nombre de sociétés impliquées est la Grande-Bretagne, suivie des Pays-Bas, puis de la France et de l'Allemagne. Les sociétés indirectement concernées sont toutes celles qui ont des liens d'affaires avec les entreprises américaines⁴²⁶. La portée extraterritoriale de la loi SOX s'applique à la fois à un certain nombre de sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis et aux cabinets d'audit non américains. Ces derniers sont soumis à la surveillance du nouveau *Public company accounting oversight board* (PCAOB), dès lors qu'ils certifient les comptes des filiales ou de sociétés américaines opérant à l'étranger⁴²⁷. Les articles 101-109 de la loi SOX prévoient la création d'un nouvel organisme de régulation, le PCAOB, chargé de superviser les cabinets d'audit, d'établir des normes, de mener des enquêtes, de sanctionner les personnes morales ou physiques qui ne respectent pas les règles. Le PCAOB dépend de la SEC tout en disposant de pouvoir d'enquête et de sanction. Les règles américaines exigent que la direction applique un cadre de contrôle convenable et reconnu, en vue de l'efficacité du contrôle interne. Les entreprises doivent donc mettre en place un comité d'audit indépendant utilisant un cadre d'exercice. Le cadre le plus communément utilisé aux Etats-Unis est le rapport du *Committee of sponsoring organizations* (COSO) de la commission Treadway, intitulé *Internal control- integrated framework*. Les directives énoncées dans la norme du PCAOB se fondent sur le cadre du COSO. Le concept clé de la norme PCAOB est résumé par l'idée que « le principal avantage des évaluations réside toutefois dans le fait qu'elles procurent à la société ainsi qu'aux membres de sa direction, de son conseil d'administration et de son comité de vérification, de même qu'à ses propriétaires et aux autres parties prenantes, une base raisonnable et fiable en vue de la communication de l'information financière de la société. L'intégrité de l'information financière est la pierre d'assise des marchés financiers »⁴²⁸. En outre, l'article 203 de la loi SOX prévoit la rotation des auditeurs externes et l'article 201, afin de prévenir les conflits d'intérêts, impose que les auditeurs externes ne puissent offrir à la société dont ils vérifient les comptes des services autres que ceux qui sont directement liés à cette activité.

En droit français, la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière s'est inspirée de la loi Sarbanes-Oxley pour aborder la question de la fiabilité de l'information financière et de la responsabilité des gestionnaires⁴²⁹. L'article L. 225-235, al. 5 du Code de commerce énonce que les commissaires aux comptes doivent, dans un rapport joint au rapport général, présenter leurs observations sur le rapport du président du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) pour ce qui est des procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, lorsque celle-ci fait appel public à l'épargne. Cette disposition est révélatrice de l'utilité de la mission de l'auditeur externe, en l'espèce le commissaire aux comptes, qui ne peut aboutir que si les données produites en amont sont fiables. La relation entre « vérité de fait » et « vérité de raison » trouve sa force

⁴²⁶ D'après une étude menée par L. Blin, Les implications de la loi Sarbanes-Oxley, *Decisio Enjeu*, Janvier 2004, p. 2

⁴²⁷ Rapport Marini, n° 431, p. 10, Doc Sen 2003-2004

⁴²⁸ Release 2004-001 du PCAOB, daté du 9 mars 2004, au sujet de la publication de l'*Auditing Standard N° 2, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction with an Audit of Financial Statements*. (traduction).

⁴²⁹ Voir IV Une loi Sarbanes-Oxley à la française ? in Rapport Marini, n° 431, p. 10, Doc Sen 2003-2004,

d'exister dans l'établissement d'une opinion mesurée par l'auditeur externe, opinion qui représente un véritable contre-pouvoir en face des faits délivrés par les équipes dirigeantes. Considérant comme indispensable d'encadrer la mission des commissaires aux comptes, le législateur français, à la suite de la crise de confiance qui avait frappé Enron et entraîné la disparition de la société d'audit Arthur Andersen, a, par la loi de sécurité financière, renforcé le contrôle du fonctionnement du commissariat aux comptes en créant le Haut conseil du commissariat aux comptes qui est chargé d'assurer la surveillance de la profession avec le concours de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, de veiller au respect de la déontologie et notamment, d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par la Compagnie avant leur homologation par arrêté du ministre de la justice. Le code de déontologie⁴³⁰ des commissaires aux comptes a été adopté par décret le 16 novembre 2005, conformément à l'article L. 822-16 du Code de commerce, après avis du Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C). La comparaison avec la loi SOX reste pertinente ; l'article 10 interdit notamment « au commissaire aux comptes de fournir à la personne ou à l'entité dont il certifie les comptes ou aux personnes ou entités qui la contrôlent ou qui sont contrôlées au sens de I et II de l'article L. 233-3 du Code de commerce, tout conseil ou toute prestation de services n'entrant pas dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes, telles qu'elles sont définies par les normes d'exercice professionnel ». Le code de déontologie fixe une attitude comportementale construite autour de principes fondamentaux, l'intégrité (art.3), l'impartialité (art. 4), l'indépendance (art. 5), éviter toute situation de conflits d'intérêt (art 6), faire preuve de compétence (art. 7), de confraternité (art. 8) et de discrétion (art. 9).

La recherche de la « vérité de raison » s'impose par la démonstration d'un comportement vertueux condition *sine qua non* de la liberté d'exercice. Le législateur américain a su tirer toutes les conséquences en reconnaissant la défaillance d'un système basé sur l'autorégulation de la profession d'auditeur externe.

B- Les salariés et la mission d'interprétation des informations cachées

Conscient que les salariés, *lato sensu*, peuvent détenir des informations sensibles ou découvrir des informations cachées de nature à fausser les équilibres du marché, la loi Sarbanes-Oxley intègre l'idée qu'il puisse être nécessaire de protéger les acteurs de l'entreprise qui pourraient être amenés à révéler des informations conduisant à neutraliser toutes tentatives de fausser les données comptables et financières. La loi SOX cherche à protéger, par le dispositif de l'alerte éthique ou *whistleblowing* les employés qui seraient en mesure de fournir la preuve que des fraudes ou des informations frauduleuses ont été diffusées (art. 806. § 1514A) ; ainsi son article 301-4- énonce que : « tout comité d'audit doit mettre en place les procédures relatives à :

-(A) la réception, la conservation et le traitement des plaintes reçues par l'émetteur en ce qui concerne les questions de comptabilité, de contrôles comptables internes ou d'audit ;

-(B) la transmission confidentielle et anonyme par les salariés de leurs préoccupations relatives à des problèmes de comptabilité ou d'audit douteux ».

Cette disposition s'applique aux sociétés américaines cotées à la bourse de New-York ainsi qu'à leurs filiales dans le monde entier depuis le 1^{er} juillet 2005. Elle a également vocation à

⁴³⁰ Le code de déontologie a été publié au journal officiel le 17 novembre 2005.

s'imposer aux sociétés étrangères cotées à la bourse de New-York à compter du 1^{er} juillet 2006⁴³¹.

La question centrale consiste à savoir si les salariés sont en mesure de faire la différence entre une information cachée dont le caractère est délictueux et une information stratégique ou sensible ; R. Dworkin permet de poser la question au regard des nécessaires étapes d'interprétation. « Pour commencer, il faut affiner l'interprétation constructive pour en faire un instrument propre à l'étude du droit comme pratique sociale »⁴³². La pratique de l'alerte éthique se traduit par la dénonciation d'actes ou de personnes à l'origine de fraudes ou de diffusion de fausses informations. L'acte de dénonciation se doit d'être encadré juridiquement pour entrer dans les mœurs comme une nécessité objective et non pas comme une délation. « Il nous faudra établir une distinction analytique entre les trois étapes de l'interprétation que voici, en notant comment chacune requiert dans une collectivité des degrés de consensus différents pour le bon développement de l'attitude d'interprétation. D'abord, il faut une étape de « pré-interprétation », où sont identifiées les règles et les normes qui donnent à la pratique son contenu provisoire »⁴³³. Le salarié doit savoir qu'un dispositif existant lui permet de faire remonter une information fausse tout en étant protégé. L'institution ou la personne mise en cause doit pouvoir se défendre sans que le lanceur d'alerte ne soit inquiété, ce qui est délicat au regard du principe du contradictoire. « Ensuite, doit intervenir une étape d'interprétation où l'interprète opte pour une justification d'ensemble des principaux éléments de la pratique qu'il a identifiée lors de l'étape de préinterprétation. Ce sera un débat sur l'intérêt de s'attacher à une pratique qui présente cette forme générale »⁴³⁴. Cette étape est décisive, en ce sens que le lanceur d'alerte, revêtant la qualité d'interprète, doit appliquer un mode opératoire conditionnant le fait que le message délivré ne sera ni de la calomnie, ni un mensonge ou une fausse information. Le jugement doit se construire en suivant scrupuleusement les étapes prévues par le dispositif normatif. « Enfin, il doit y avoir une étape de postinterprétation ou de reformulation, au cours de laquelle il adapte son idée de « véritables » exigences de la pratique pour mieux accorder la justification qu'il accepte dans son étape d'interprétation »⁴³⁵. La dernière étape doit être l'occasion de reformuler le message d'alerte délivré en s'assurant de sa cohérence. Ces étapes sont autant de filtres intellectuels visant à éviter les dérives d'alertes mal contrôlées. Le lanceur d'alerte se doit de faire une application cohérente, avec la meilleure justification de ses prérogatives. Accorder au salarié le droit individuel d'être un acteur de la lutte contre la corruption ne va pas de soi tant la pression de la collectivité dans laquelle il œuvre peut être contraignante et suggestive quant à la loi du silence qu'il conviendrait de respecter.

L'argument du « jouer le jeu » est ambigu⁴³⁶, c'est la raison pour laquelle il convient de privilégier l'intérêt général et d'adopter une vision forte des liens qui unissent un collectif : « l'on est membre d'une véritable collectivité politique que lorsque l'on accepte de voir sa destinée liée (...) à des principes communs et pas seulement par des règles élaborées dans un compromis politique »⁴³⁷. En effet, il peut apparaître contradictoire pour un salarié de sortir de son devoir d'obéissance pour exercer des prérogatives d'alerte exceptionnelles. C'est la raison

⁴³¹ D'après L. Flament et P. Thomas, *Le whistleblowing* : à propos de la licéité des systèmes d'alerte éthique, *La Semaine Juridique Sociale*, n° 17, 18 octobre 2005, pp. 15-19

⁴³² R. Dworkin, *L'empire du droit*, PUF, Recherches politiques, février 1994, p. 72

⁴³³ Ibid

⁴³⁴ Ibid, p. 73

⁴³⁵ Ibid, p. 73

⁴³⁶ Ibid, p. 215

⁴³⁷ Ibid, p. 232

pour laquelle le cadre juridique de l'alerte éthique à disposition des salariés, quel qu'il soit, tente de créer un contre-pouvoir aux tentatives de fraudes organisées par les dirigeants de société pour satisfaire des intérêts personnels contreproductifs sur le plan économique. Ce cadre n'est cependant viable que s'il demeure cohérent face aux enjeux ciblés.

Le déclenchement de l'affaire Enron repose sur deux éléments : d'une part des manipulations comptables portant sur des montages destinés à cacher des dettes et à améliorer les résultats et d'autre part, une alerte adressée par courrier au président K. Lay par une salariée dénonçant les pratiques internes. La conjonction de ces deux éléments, relayés par la baisse de la valeur du titre, a obligé les dirigeants à reconnaître les pertes comptables et les retraitements opérés. C'est de cette décision managériale sous contrainte que l'affaire est née et que la faillite devint inéluctable.

Consciente de l'impact de la loi SOX pour les entreprises françaises et de son utilité pour endiguer de nouveaux scandales comptables et financiers, la Commission nationale de l'informatique et des libertés, réticente à l'origine à l'idée de laisser se mettre en place de tels dispositifs d'alerte éthique, a adopté par voie de délibération une position modérée le 8 décembre 2005⁴³⁸. La CNIL précise dans le document d'orientation⁴³⁹ que la mise en place d'un dispositif d'alerte peut se justifier lorsque, par l'hypothèse, les canaux traditionnels de la transmission d'informations, par la voie hiérarchique ou légale, aux dirigeants, commissaires aux comptes et représentants du personnel, ne sont pas en mesure de fonctionner correctement.

Les alertes doivent donc avoir pour conséquence de signaler ces dysfonctionnements et n'être lancées qu'à titre complémentaire. Pour la CNIL, ces alertes doivent permettre de couvrir, principalement mais sans pour autant que le contenu des dispositifs d'alerte éthique soit précisé strictement, l'établissement des procédures de contrôle interne permettant la remontée jusqu'au conseil d'administration d'informations relatives, par exemple, à des suspicions de manipulations comptables pouvant avoir un impact sur les résultats financiers de l'entreprise et affecter la valeur du titre. La finalité du traitement est reprise par l'article 1 de la délibération du 8 décembre 2005 : « Seuls peuvent faire l'objet d'un engagement de conformité par référence à la présente décision unique les traitements mis en œuvre par les organismes publics ou privés dans le cadre d'un dispositif d'alerte professionnelle répondant à une obligation législative ou réglementaire de droit français visant à l'établissement de procédures de contrôle interne dans les domaines financiers, comptable, bancaire et de lutte contre la corruption. Conformément à l'article 7-5° de la loi du 6 janvier 1978 modifiée, les traitements mis en œuvre dans les domaines comptables et dans l'audit par les entreprises concernées par la section 301 (4) de la loi « Sarbanes-Oxley » de juillet 2002 entrent également dans le champ de la présente décision. » La CNIL demeure très vigilante à l'égard des dérives possibles des dispositifs d'alerte professionnelle. Au §3 du document d'orientation, elle considère que les alertes anonymes doivent reposer sur un traitement restrictif ; en effet, « la possibilité de réaliser une alerte de façon anonyme ne peut que renforcer le risque de dénonciation calomnieuse. A l'inverse, l'identification de l'émetteur de l'alerte ne peut que contribuer à responsabiliser les utilisateurs du dispositif et ainsi à limiter

⁴³⁸ CNIL, Délibération n° 2005-305 du 8 décembre 2005 portant autorisation unique de traitements automatisés de données à caractère personnel mis en œuvre dans le cas de dispositifs d'alerte professionnelle.

⁴³⁹ CNIL, Document d'orientation adopté par la commission le 10 novembre 2005 pour la mise en œuvre de dispositifs d'alerte professionnelle conformes à la loi du 6 janvier 1978 modifiée en août 2004, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés.

un tel risque. En effet, l'alerte identifiée présente plusieurs avantages, éviter les dérapages vers la délation et la dénonciation calomnieuse, organiser la protection du lanceur contre d'éventuelles représailles, en assurer un meilleur traitement en ouvrant la possibilité de demander à son auteur des précisions complémentaires ».

Toujours pour éviter des dérives, la CNIL a recommandé aux entreprises « de restreindre le dispositif d'alerte à un champ spécifique défini comme celui du domaine comptable, du contrôle des comptes, bancaire, et de la lutte contre la corruption »⁴⁴⁰. Elle souhaite ainsi ne pas encourager les dénonciations anonymes, mettre en place une organisation spécifique pour recueillir et traiter les alertes et informer la personne concernée dès que les preuves ont été préservées.

Le groupe des autorités européennes de protection des données personnelles, dit groupe de l'article 29, a adopté le 1^{er} février 2006 un avis conforme à celui de la CNIL sur les dispositifs d'alerte professionnelle dans les domaines spécifiques (financier, comptable, lutte contre le blanchiment)⁴⁴¹.

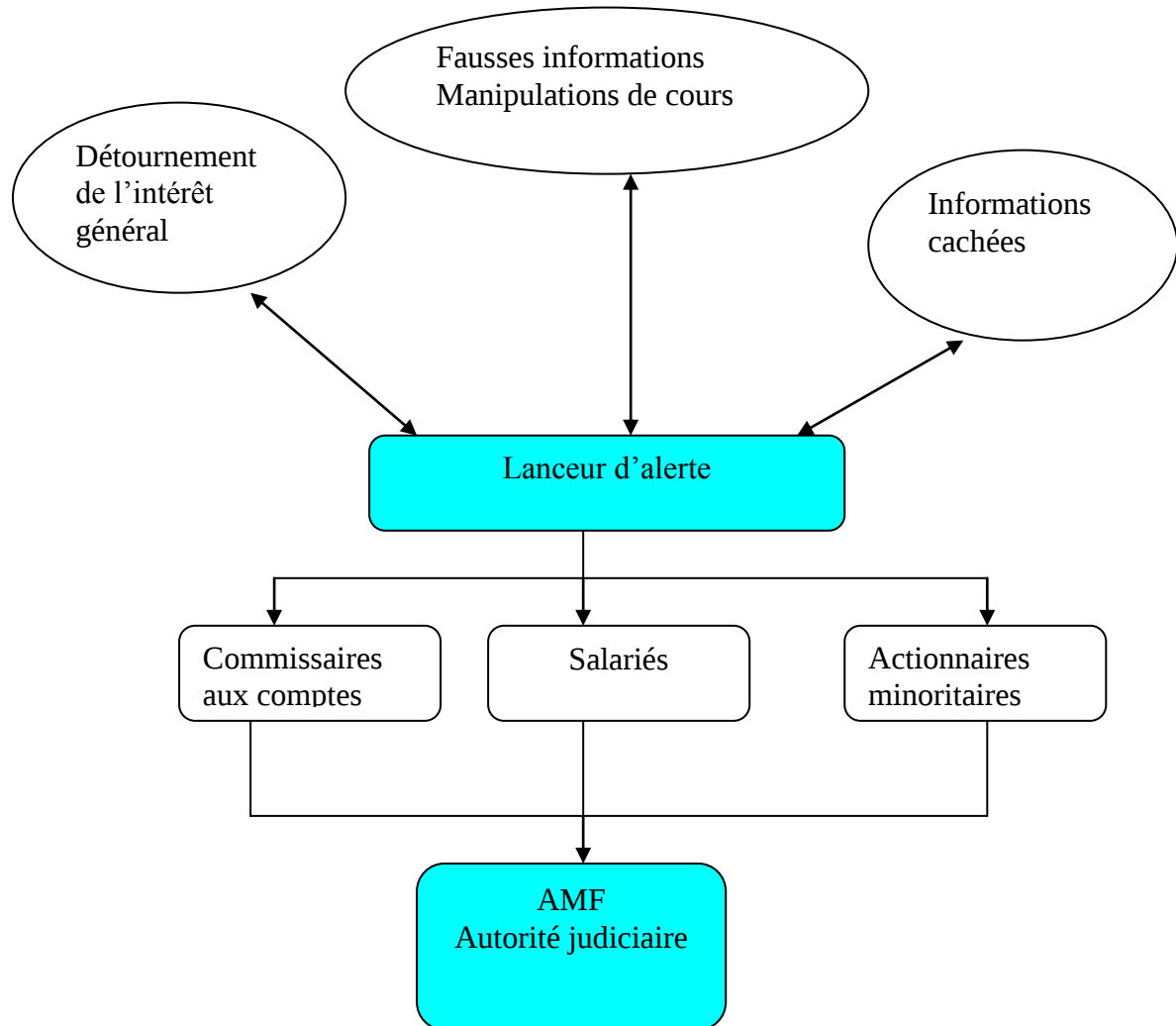
En résumé, la réussite d'une alerte demeure inhérente à la capacité de son lanceur de tenir des propos mesurés, élaborés après une phase sérieuse d'interprétation mais également dans la capacité des institutions concernées à assurer à la fois le développement de sources de pouvoir managériaux et de contre-pouvoirs organisés comme autant de filtres de vérification des informations élaborées et transmises⁴⁴².

⁴⁴⁰ CNIL, Communiqué de presse, La Cnil rappelle les règles applicables aux dispositifs d'alerte professionnelle, 8 mars 2007

⁴⁴¹ D'après Ibid

⁴⁴² C. Noiville, M.-A. Hermitte, Dossier Engagement public des chercheurs. Quelques pistes pour un statut juridique du chercheur lanceur d'alerte, *Natures Sciences Sociétés* 14, 2006, 269-277

Schéma n° 1 : Positionnement du lanceur d'alerte comme interface



Section 2 : Les procédés de manipulation de marché ou de cours

Contrairement à la diffusion d'une fausse information qui, par essence, constitue un faux détachable et identifiable *a posteriori*, les procédés de manipulation consistent à créer des situations nouvelles à partir de faits avérés induisant l'affaiblissement des procédés de régulation. Les procédés de manipulation de marché sont subtils et souvent difficilement détectables puisqu'ils reposent sur un rapport de confiance asymétrique. Il importe alors de s'interroger sur les moyens offerts par le droit positif pour en cerner la notion (I) et en sanctionner le contenu (II) tout en mesurant la difficulté, pour le lanceur d'alerte, de faire face efficacement à l'immatérialité d'une information manipulée (III).

I- Examen du cadre normatif applicable aux manipulations de marché

Aborder le concept de manipulation de marché, de cours ou de l'information impose de caractériser et différencier ce qui relève de la manipulation de ce qui relève de la fausse information. La première étape consiste à étudier le dispositif normatif visant à cerner les notions de manipulation de marché et d'information (A). La seconde étape relève dans les éléments matériels la subtilité du concept, confirmé par une troisième étape inhérente aux éléments intentionnels du délit de manipulation de marché (B).

A- Dispositif normatif

La notion de manipulation de marché apparaît en droit européen concomitamment à celle de fausse information. Les infractions de manipulation de cours et de diffusion de fausse information sont abordées par la directive « abus de marché » à l'article 1^{er}, § 2. L'amendement 22 à l'article 1, §2, proposé par la Commission économique et monétaire du Parlement européen, a énuméré une liste de comportements et institué un système d'exemptions. Le Règlement général de l'AMF reprend les termes de la directive « abus de marché ». Constitue une manipulation de cours au sens de l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF :

1. Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :
 - a. Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou ;
 - b. Qui fixent, par l'action d'une ou plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;
2. Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice. En particulier, constituent des manipulations de cours :
 - a. Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transactions équitables ;
 - b. Le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant, lors du fixage des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché.

Il importe de souligner que la manipulation de cours trouve sa source dans la diffusion d'une information construite à partir d'opérations effectuées réellement et non falsifiées, la falsification de l'opération devenant, en certains cas, le support direct du mensonge ou de l'abstention.

A l'origine, le délit de manipulation de cours fut conçu contre la spéculation illicite et intégré à l'article 419-2^o du Code pénal qui sanctionnait déjà la manipulation des prix des denrées, marchandises et effets publics. Puis, l'ordonnance du 1^{er} décembre relative à la liberté des

prix et de la concurrence ayant abrogé l'article 419-2°, le délit fut rétabli par la loi du 22 janvier 1988 qui l'inséra à l'article 10-3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967⁴⁴³.

La notion de manipulation de cours est définie en droit français par l'article L. 465-2 al. 1 du Code monétaire et financier (L. n° 2005-842, 26 juill. 2005, art 30 IV), « est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur ».

Sur le plan doctrinal, la directive « abus de marché » a assimilé les deux délits, manipulation de cours et diffusion de fausses informations, pour sanctionner les altérations apportées volontairement par certains opérateurs au processus de formation des cours de bourse⁴⁴⁴. Ces délits appartiennent à la même famille que le délit visé sous l'article L. 420-1, 2° du Code de commerce « faire obstacle à la fixation des prix par le libre jeu du marché en favorisant artificiellement leur hausse ou leur baisse ». L'assimilation de ces deux infractions s'explique de la façon suivante : « La diffusion dans le public d'informations fausses (...) constitue une pratique très voisine de la manipulation par l'emploi de manœuvres frauduleuses (...) Les deux techniques différant seulement quant à la nature des signaux trompeurs envoyés au marché. Il ne s'agit pas ici de donner l'illusion d'une activité sur le marché, mais de répandre dans le public une information objectivement inexacte ou ambiguë qui est de nature à modifier le jugement des investisseurs sur la valeur d'un instrument financier »⁴⁴⁵.

B- Élément matériel

Le délit de manipulation de cours repose sur trois éléments. Premièrement, une manœuvre, c'est-à-dire un mensonge. Deuxièmement, cette manœuvre doit être susceptible d'entraver le fonctionnement du marché. Troisièmement, elle doit être susceptible d'induire autrui en erreur. Le mot manœuvre est déterminant pour qualifier le délit de manipulation. Défini par l'Académie française, le terme est utilisé au figuré pour désigner « des moyens qu'on emploie pour arriver à ses fins » ; « Il lui a fallu beaucoup d'adresse pour déjouer les manœuvres de son adversaire »⁴⁴⁶. Au sens juridique, manœuvre se définit par son objet et non son résultat effectif. Il importe de relever qu'il n'est pas nécessaire que les cours aient été modifiés. Lors des travaux préparatoires⁴⁴⁷ à la loi du 26 juillet 2005, Daniel OHL soulignait que l'objectif recherché avait été de « faciliter » la sanction des manquements de diffusion de fausse information et de manipulation de cours⁴⁴⁸.

L'élément matériel a ainsi été particulièrement bien cerné par les travaux préparatoires à la loi du 22 janvier 1988. Quatre types d'opérations sont ciblées pour être sanctionnées :

- « Celles qui consistent à créer par des ventes à découvert des mouvements de baisse importants du cours des actions d'une société, non motivés par la situation de la société,

⁴⁴³ D'après T. Bonneau, F. Drummond, *op.cit*, p. 463

⁴⁴⁴ D'après D. Ohl, *op. cit*, p. 310

⁴⁴⁵ M. Tomasi, Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive abus de marché, *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF, IV, n°15, 2004, p. 450

⁴⁴⁶ Dupre, *Encyclopédie du bon français*, Tome II, Trévise, 4^e trimestre 1972, p. 1542

⁴⁴⁷ Rapporteur G. Carrez n° 2342, p. 154, Doc AN, Loi du 26 juillet 2005

⁴⁴⁸ D. Ohl, *op. cit*, p. 312

suivis de rachats, d'une quantité plus importante, de titres à un cours trop bas, le profit étant réalisé lorsque les cours remontent à un niveau normal ;

- Celles qui consistent à procéder à la même opération par la diffusion de nouvelles ou de rumeurs ou par des offres de vente situées systématiquement très près du niveau des transactions en baisse afin d'accélérer la baisse ;
- Celles qui consistent encore à réaliser le même type d'opération de façon à bénéficier de positions antérieurement prises sur le marché des options ;
- Et celles qui consistent à faire monter, par rachat ou procédé équivalent- comme dans les deux exemples précédents- à la hausse les cours d'un titre avant l'émission de titres de capital de façon à majorer le prix offert par rapport au prix qu'exigerait un marché normal »⁴⁴⁹.

La pratique consistant à manipuler à la hausse en passant de très nombreux ordres d'achat, de manière à persuader les spéculateurs de l'imminence d'une opération, pour les conduire à entretenir la hausse qui va permettre ensuite au manipulateur de passer des ordres de vente et de dégager de substantielles plus-values, a été condamnée par le tribunal correctionnel de Paris le 14 mars 1990⁴⁵⁰.

L'élément matériel consiste à relever que le cours s'établit à un niveau différent de celui qu'établirait le marché. La volonté du manipulateur se substitue aux équilibres du marché.

L'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 novembre 2008 indique cependant que le manquement aux prescriptions de l'AMF est de nature à être imputable à celui au nom et pour le compte duquel les pratiques prohibées sont pratiquées lorsque le mandant a connaissance que les opérations effectuées par son mandataire repose sur une méthode ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur le marché et d'induire autrui en erreur. A ce titre, en qualité de co-auteur, le mandant est punissable des manquements commis⁴⁵¹.

Encadré n°2 : Manipulation de cours

Sur le troisième moyen, pris en sa quatrième branche :

Attendu, selon l'arrêt attaqué (Paris, 9 octobre 2007), que M. X... et la société AI Investment, constituée par lui au mois d'août 2003, ont donné procuration à M. Y... sur les comptes de titres dont ils étaient titulaires ; qu'après que le directeur général de la Commission des opérations de bourse (la COB) eut ordonné l'ouverture d'une enquête sur les opérations effectuées sur les comptes de M. X... et de la société AI Investment à compter du 1er janvier 2003, des griefs ont été notifiés à la société AI Investment, à M. X... et à M. Y... ; que par décision du 9 mars 2006, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a retenu que la société AI Investment, M. X... et M. Y... avaient manqué aux prescriptions du règlement n° 90-04 de la COB, relatif à l'établissement des cours, et a prononcé à leur encontre des sanctions pécuniaires ;

Attendu que M. X..., M. Y... et la société AI Investment font grief à l'arrêt d'avoir prononcé à

⁴⁴⁹ Rapport Auberger, n° 1073, p. 113, Doc AN 1987-1988, 1^{er} section

⁴⁵⁰ T. corr. Paris, 14 mars 1990, *Bull. Joly* 1990, p. 777, § 231 ; RTD com., 1990, p. 662, obs. P. Bouzat ; *Gaz. Pal.*, 1990, I, p. 335, note J-P. Marchi.

⁴⁵¹ Cass.com., 4 nov. 2008, n° 07-21312, publié au bulletin.

l'encontre de M. X... une sanction pécuniaire de 1 770 480 euros, alors, selon le moyen, qu'en vertu du principe de la responsabilité personnelle, applicable aux sanctions administratives, peuvent seuls faire l'objet de telles sanctions les auteurs et instigateurs de faits prohibés ; qu'au cas d'espèce, la cour d'appel a elle-même constaté que M. X... s'était borné à donner procuration à M. Y... sur des comptes ouverts en son nom, mais qu'il n'avait "pas matériellement passé les ordres" ; qu'en retenant néanmoins, pour sanctionner M. X..., que M. Y... l'informait de l'état de son activité et qu'il ne pouvait donc en ignorer l'illégalité, motif impropre à caractériser la commission personnelle, par M. X..., d'une infraction justifiant l'infliction d'une sanction administrative, la cour d'appel a violé l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;

Mais attendu que l'arrêt retient que si M. X... n'avait pas matériellement passé les ordres, il ne pouvait ignorer que les opérations de M. Y..., qui agissait en son nom et pour son compte et qui le tenait régulièrement informé de l'état de son activité, reposaient sur une méthode ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur le marché et d'induire autrui en erreur ; qu'en l'état de ces constatations et appréciations desquelles il résulte que M. X..., ayant donné mandat à M. Y... d'accomplir en son nom et pour son compte des opérations dont il connaissait le caractère illicite, était l'un des auteurs des pratiques prohibées, la cour d'appel a exactement retenu que ces manquements lui étaient imputables ; que le moyen n'est pas fondé ;

Et attendu que le premier moyen, le deuxième moyen et le troisième moyen, pris en ses trois premières branches, ne seraient pas de nature à permettre l'admission du pourvoi ;

Par ces motifs :

Rejette le pourvoi ;

Source : Cass.com., 4 nov. 2008, n° 07-21312, publié au bulletin.

C- Elément moral

L'infraction de manipulation de cours induite par la manipulation de l'information financière est intentionnelle dans la mesure où la notion de manœuvre induit d'elle-même la volonté du manipulateur. Un dol spécial est caractérisé par la volonté d'entraver le fonctionnement normal du marché pour en obtenir un rendement inattendu.

II- Les sanctions relatives à la manipulation de cours

A l'instar du délit de fausse information, les sanctions relatives à la manipulation de marché sont également pénales, civiles et administratives.

Sur le plan pénal, ces peines sont identiques à celles inhérentes au délit d'initié et à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, c'est-à-dire deux ans d'emprisonnement et 1 500 000 euros d'amende, montant pouvant être porté au décuple de celui du profit éventuellement réalisé sans pouvoir être inférieur à ce même profit. (C. mon. fin. art L. 465-2, al. 1 modifié par la loi 2005-842 du 26 juillet 2005). La tentative est réprimée à l'article L. 465-2. La responsabilité des personnes morales peut être mise en cause (C. mon. fin. art L. 465-3).

Sur le plan civil, en dépit de l'absence de jurisprudence, les victimes d'une manipulation de cours peuvent se constituer partie civile si elles parviennent à établir que la manœuvre a pu les induire en erreur en les incitant à acheter ou à vendre leurs titres⁴⁵². Il convient de remarquer que le faux signal envoyé par le manipulateur aux intervenants sur un marché réglementé s'apparente à une fausse information. Il n'est pas aisé de différencier la manœuvre frauduleuse de la construction et de l'utilisation d'une fausse information par le manipulateur. Sur le plan administratif, les sanctions relatives à une manipulation de cours sont identiques à celles prononcées pour un manquement d'initié ou un manquement à la bonne information du public.

Les articles 631-1 à 631-3 du Règlement général de l'AMF imposent l'obligation de s'abstenir de procéder à des manipulations de cours.

L'article 631-4 du Règlement général de l'AMF dispose que toute personne qui a transmis des ordres sur le marché doit être en mesure d'expliquer publiquement, si l'AMF le lui demande à l'occasion d'une enquête ou de contrôle, les raisons et les modalités de cette transmission.

L'article L. 621-17-2 du Code monétaire et financier se traduit par un devoir de vigilance spécifique. Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les personnes autorisées à être membres d'un marché réglementé par application de l'article L. 421-8 du Code monétaire et financier sont tenus de déclarer sans délai à l'AMF toute opération portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée, effectuée pour compte propre ou pour compte de tiers, dont ils ont des raisons de suspecter qu'elle pourrait constituer une opération d'initié ou une manipulation de cours. (Règl. gén. AMF art 321-143)⁴⁵³. L'article 226-13 du Code pénal sur renvoi de l'article L. 621-17-5 du Code monétaire et financier dispose que la déclaration d'opérations suspectes doit être confidentielle : les dirigeants ou les préposés des personnes tenues à déclaration qui portent à la connaissance de quiconque (autre que l'AMF), et en particulier des personnes ou des parties liées aux personnes pour lesquelles les opérations déclarées ont été effectuées, l'existence de la déclaration ou qui donnent des informations sur les suites réservées à celle-ci encourent des peines d'un an d'emprisonnement et de 15 000 euros d'amende.

En l'espèce, l'AMF demeure très vigilante sur la nature des informations portant sur la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou de vente génératrices de conditions de transactions inéquitables. La commission des sanctions⁴⁵⁴ a ainsi prononcé le 9 avril 2009 une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre d'une société qui avait cherché sur le marché des *penny stocks* à s'assurer une position dominante en passant des ordres avec d'autres traders de nature à rompre le principe d'égalité de traitement envers les tiers.

Encadré n° 3 : Sanctions relatives à des manipulation de cours

A. Les faits

La société SAFE S.p.a. (« SAFE ») est une société de droit italien dont l'activité unique est d'intervenir en bourse pour son compte propre, en exécutant des opérations d'achat et de vente d'instruments financiers.

⁴⁵² D'après F. Stasiak, *Droit Pénal des Affaires*, Manuel, L.G.D.J., novembre 2005, p. 262

⁴⁵³ D'après A. Charveriat, A. Couret, et alii, *op. cit.*, p. 920

⁴⁵⁴ AMF, commission des sanctions, 9 avril 2009

La société SAFE intervient sur les marchés actions et dérivés, par l'entremise de la société Finacobank, membre du marché euronext, laquelle met à disposition de ses clients des écrans délocalisés leur permettant de négocier des titres sur les marchés par son intermédiaire.

(...)

B. Examen des griefs

(...)

Considérant qu'il est fait grief à la société SAFE et à MM. A, B, D et C, d'« avoir commis des manipulations de cours sur certains » *'''penny stocks'''* (...) [à savoir les titres Eurotunnel, Alstom et Euro Disney], *en passant des ordres qui, avec ceux d'autres traders de SAFE Spa agissant de manière concertée avec [eux], ont assuré à SAFE S.p.a. une position dominante sur les marchés de ces titres, dans des conditions ayant eu pour effet de créer pour les tiers des conditions de transaction inéquitables* » ;

(..)

Considérant que le marché des actions à faible valeur, et plus précisément celui dont la cotation est inférieure à 1 €, - marché dit des « *penny stocks* » - présente des spécificités ; que notamment l'échelon de cotation (« *tick* ») - c'est-à-dire la fourchette de cotation minimale fixée, de façon identique pour l'ensemble des valeurs, par les règles du marché (soit à la date des faits reprochés : 0,01€) - représente, compte tenu de la très faible valeur du cours d'un tel titre, une part relative de cette valeur sensiblement plus importante que pour les autres titres (par exemple le passage de la meilleure limite à l'achat du titre Eurotunnel de 0,10 € à 0,11 €, le 28 décembre 2006, a correspondu à une variation du cours du titre Eurotunnel de 10 %) ; que par suite les ordres passés pour ces actions présentent sur le carnet d'ordres une moindre dispersion en fonction du prix que ceux passés pour des actions dont le cours est plus élevé ; qu'ainsi ils s'accumulent aux meilleures limites pour des quantités importantes de telle manière qu'il est plus difficile de solder l'ensemble des quantités présentes aux meilleures limites ; qu'en conséquence pour ces actions les décalages de fourchettes sont moins fréquents que sur les autres valeurs ;

1. Sur la question de savoir si les ordres passés par les mis en cause sur le marché des titres Eurotunnel, Alstom et Euro Disney ont été à l'origine d'une position dominante pour SAFE S.p.a.

1.1. Considérant qu'une position dominante peut être acquise, tant au niveau des ordres qu'au niveau des exécutions ; que la Commission des sanctions a entendu fonder l'appréciation d'une éventuelle situation de position dominante de la société SAFE, en combinant des indices relatifs respectivement (i) au volume relatif et absolu des ordres passés par les personnes mises en cause, (ii) au nombre de décalages de fourchette provoqués par des ordres de SAFE, (iii) à l'importance du volume relatif des ordres de la société SAFE situés aux meilleures limites à l'achat et à la vente et (iv) au volume relatif et absolu représenté par SAFE dans les exécutions d'ordres ;

(...)

1.1.4 Considérant enfin, s'agissant de l'exécution des ordres, que la société SAFE a échangé 5,3 milliards de titres sur les marchés Alstom, Eurotunnel et Euro Disney pour la période concernée ; que si ce chiffre est sensiblement inférieur à celui (plus de 20 milliards) mentionné au 1.1.1 ci-dessus concernant les ordres émis, il y a lieu de retenir que les titres échangés par SAFE ont représenté 28 % du total des échanges sur ces trois titres ; que cette proportion est encore plus importante si on se limite aux titres Eurotunnel et Alstom ; que, par ailleurs, aucun autre intervenant n'est intervenu pour des proportions comparables ;

(...)

2. Sur les effets de cette position dominante sur les conditions de transaction

Considérant qu'ainsi qu'il résulte des conditions rappelées ci-dessus du fonctionnement du carnet d'ordres sur le marché des « *penny stocks* », la passation d'ordres d'un volume global important et à la meilleure limite « *ralentissait* » l'exécution des ordres passés postérieurement à la même limite de telle sorte qu'un intervenant souhaitant vendre ou acheter sans attendre l'achèvement de l'exécution des ordres ainsi placés dans le carnet avant les siens était amené, à plus ou moins bref délai, soit à renoncer à l'exécution de son ordre à ses conditions initiales, soit, pour obtenir néanmoins une exécution, à passer à des conditions financières dégradées un ordre « *agressif* » à une nouvelle limite ; qu'étaient ainsi déjà créées au sens des dispositions précitées des conditions de transaction inéquitables ;

Considérant qu'en outre, dans bien des cas, cet intervenant trouvait comme contrepartie la société SAFE dont la stratégie consistait notamment (ainsi d'ailleurs que cela ressort des observations qu'elle a présentées devant la Commission des sanctions - cote D725) à placer des ordres de façon à se trouver fréquemment présente à la fois aux meilleures limites à l'achat et à la vente, ce qui lui permettait de se comporter comme un « *market maker* » intervenant sur un marché dirigé par les prix (« *quote driven market* ») et se rémunérant par une différence de cours, et de gagner alors la différence - substantielle en valeur relative s'agissant d'actions de faible valeur - correspondant à l'échelon de cotation (« *tick* ») ; qu'à cet égard également l'utilisation de la position dominante créait sur le marché des « *penny stocks* » en cause des conditions de transaction inéquitables ;

(...)

C. Sur la sanction et la publication de la décision

(...)

Considérant que le marché des « *penny stocks* » est un marché sur lequel interviennent un grand nombre de particuliers qui investissent des sommes réduites et sur lequel le risque et le gain potentiels des interventions sont particulièrement élevés ; qu'il s'ensuit que le marché des « *penny stocks* » - dans les conditions dans lesquelles il était régi à l'époque des faits - était particulièrement vulnérable aux abus de marché ;

(...)

Décide de :

- prononcer une sanction pécuniaire de 300 000 € (trois cent mille euros) à l'encontre de la société SAFE S.p.a. ;

(...)

Source : AMF, commission des sanctions, 9 avril 2009

III- L'incomplétude de l'action des lanceurs d'alerte face à l'immatérialité de la propagation des informations manipulées

Si l'état actuel du droit positif permet de cerner les concepts de manipulation de marché, manipulation de cours et par conséquent manipulation de l'information, il n'existe cependant pas de définition normative des différences et ressemblances des concepts de fausse information et d'information manipulée. La manipulation de l'information financière et comptable repose sur la volonté délibérée du manipulateur d'œuvrer à modifier le comportement du manipulé. Dès lors, se pose la question de savoir si le lanceur d'alerte peut interférer au milieu d'un jeu où le manipulateur dispose des pièces maîtresses pour que le manipulé ne puisse résister (A). L'affaire Vivendi Universal illustre la difficulté d'identifier une information manipulée reposant sur l'inexactitude des procédés de diffusion (B).

A- Le lanceur d'alerte, un « spectateur engagé » au service de l'intérêt général

Les informations manipulées sont par définition immatérielles et insaisissables quel que soit le support de diffusion, ce qui tend à les rendre incontournables puisqu'elles reposent sur un rapport de confiance asymétrique établi entre le manipulateur « sachant » et le manipulé « ignorant ». Le lanceur d'alerte doit alors endosser le rôle du « spectateur engagé »⁴⁵⁵ pour veiller à réguler la partie. Aborder ainsi l'impact de la propagation des informations manipulées vise à chercher les conditions d'une régulation basée sur l'exercice du devoir de vigilance d'autorités ou de partenaires habilités à faire remonter les informations en leur possession et à les évaluer avec pertinence. Le « spectateur engagé » peut revêtir la fonction d'Autorité des marchés financiers, de commissaire aux comptes, de salarié, de dirigeant. La mission du lanceur d'alerte consiste à s'emparer d'une information asymétrique, à l'interpréter et à la remettre aux parties prenantes pour qu'elles ne soient pas lésées. Il se présente comme un acteur permettant la conciliation entre intérêts privés et intérêt général. Une information manipulée se construit sur la négation de valeurs éthiques déshéritant le droit de sa force de persuasion ; au-delà de la dérégulation des marchés financiers et de la sur-réaction des intervenants, le manipulateur endommage la construction, la sociabilisé du droit.

Le droit est en effet un outil social fonctionnel⁴⁵⁶, c'est-à-dire un outil pragmatique devant permettre l'administration d'une bonne justice, c'est-à-dire un bon équilibre entre les intérêts privés, les intérêts sociaux et les intérêts publics »⁴⁵⁷. Pour cet auteur, le développement du droit s'est fait selon les étapes suivantes : droit primitif, droit strict, équité, maturité du droit, socialisation du droit⁴⁵⁸. La diffusion d'une information manipulée rompt la chaîne d'une élévation de la pensée juridique. Le manipulateur opère une désocialisation du droit puisque, à l'inverse d'une fausse information détectée, une information manipulée ne devient fausse que lorsqu'elle est révélée, ce qui implique de devoir traiter conjointement fausse information et manipulation de cours et de marché.

Selon E. Kant, la nature a voulu la discorde pour que l'espèce humaine parvienne à la concorde en inventant les moyens de se socialiser. Le lanceur d'alerte, en jouant le rôle du spectateur engagé, contribue à socialiser les relations économiques et sociales. Parvenir à identifier une information manipulée est un fardeau aussi lourd que de chercher à remédier aux antagonismes entre agents économiques. E. Kant considère que le moteur de la civilisation est le mal : l'ambition, la soif de dominer et la cupidité, passions négatives réveillées par l'insociable sociabilité de l'homme⁴⁵⁹. Le domaine de l'éthique juridicisée, s'impose alors comme un préalable à la régulation économique et financière.

Partant du constat que la règle morale irriguait et vivifiait le droit des obligations⁴⁶⁰. Il est possible de considérer que les règles conduisant à assurer la transparence des marchés

⁴⁵⁵ Le qualificatif de « spectateur engagé » repose sur l'ouvrage de Raymond Aron.

⁴⁵⁶ R. Pound, *The causes of popular dissatisfaction with the administration of Justice*, 1906, réimp. in Ray D. Henson, *Landmarks of law*, Harper & Brothers Pub., New York, 1960

⁴⁵⁷ Cité par D. Touret, *Introduction à la sociologie et à la philosophie du droit, la bio-logique du droit*, Litec, septembre 1995, p. 174

⁴⁵⁸ Ibid

⁴⁵⁹ D'après E. Kant, *Idée d'une histoire universelle au point de vue cosmopolitique*, 1784, extrait des Œuvres philosophiques, tome II, Bibliothèque de la Pléiade, Editions Gallimard, traduction de L. Ferry, pp. 192-194

⁴⁶⁰ G. Ripert, *La règle morale dans les obligations civiles*, LGDJ, 1949

financiers en sanctionnant la diffusion de fausses informations ou la délivrance d'informations manipulées s'inscrivent dans la logique d'une éthique juridicisée, compte tenu de l'importance des sanctions en vigueur.

B- L'affaire Vivendi Universal, de la manipulation à la diffusion d'informations inexactes.

Le 23 décembre 2003, la SEC a intenté une action en fraude civile contre Vivendi Universal et ses anciens président et directeur financier, et a immédiatement transigé. La société a accepté de payer 50 millions de dollars américains (USD) de dommages et intérêts, chacune des personnes physiques plus de un million USD, à quoi s'ajoute la renonciation par le président à obtenir le paiement de 21 millions USD de la société au titre de l'indemnité de départ qui avait été négociée. La SEC ayant décidé de reverser ces fonds aux actionnaires. L'élément central retenu par la SEC porte sur la diffusion de fausses informations. Il a été reproché notamment aux dirigeants « d'avoir caché les problèmes de trésorerie et de liquidité du groupe, d'avoir ajusté improprement des comptes de réserve pour atteindre facialement les objectifs d'EBITDA,⁴⁶¹ de ne pas avoir porté à la connaissance du marché des engagements financiers importants »⁴⁶².

Par une décision de novembre 2004⁴⁶³, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a reproché à J-M. X..., président directeur général de Vivendi Universal, une mauvaise communication sur la trésorerie du groupe de 2000 à 2002. Pour elle, J-M. X... « a délibérément diffusé des informations inexactes, a trompé le public, a surpris la confiance du marché et a porté préjudice aux actionnaires ». Bien que la sanction pécuniaire de un million d'euros prononcée à l'encontre de J-M. X... et de la personne morale VU ait été réduite par un arrêt de la cour d'appel de Paris⁴⁶⁴, cette affaire a confirmé les liens tenus existant entre les concepts de manipulation de l'information financière et de diffusion de fausses informations. A l'origine de l'affaire, il faut percevoir l'intentionnalité du dirigeant qui cherchait à modifier le comportement de ses partenaires en leur offrant une information parcellaire. En effet, pour expliquer la perte nette de 13,6 milliards d'euros du groupe Vivendi Universal, le PDG, J-M. X..., a répondu : « Ces charges comptables ne sont qu'un jeu d'écritures. On ne sort pas d'argent. Il n'y a pas d'impact sur la situation opérationnelle du groupe »⁴⁶⁵.

L'explication de la perte comptable est donc inhérente aux charges comptables, simple jeu d'écritures. En désaccord avec cette assertion, le cabinet Ricol-Lasteyrie, répond au sujet des provisions de 15,6 milliards d'euros : « Ce n'est pas un jeu, il y a une vraie dépréciation. »⁴⁶⁶⁴⁶⁷. L'intention visant à manipuler le comportement des partenaires de la société s'est traduit par la diffusion d'informations inexactes.

⁴⁶¹ L'EBITDA est un indicateur de performance lié à l'exploitation qui s'apparente à l'excédent brut d'exploitation. Cet indicateur ne prend pas en compte les dotations aux amortissements, les provisions, les charges financières, les pénalités par exemple.

⁴⁶² D'après J.- P. Mattout, Information financière et responsabilité des dirigeants, *Droit des sociétés*, Lexis Nexis, n° 12, décembre 2004, p. 12

⁴⁶³ AMF, Revue mensuelle de l'AMF, n° 9, décembre 2004, p. 61

⁴⁶⁴ CA Paris, 1^{er} ch., sect H, RG 2005/2333

⁴⁶⁵ M. Orange, Vivendi Universal paie la facture de son expansion, *Entreprises Résultats*, *Le Monde*, jeudi 7 mars 2002, p. 22

⁴⁶⁶ Ibid, *Le Monde*, jeudi 14 mars 2002,

⁴⁶⁷ Voir l'approche linguistique de F. Compin, *Théorie du langage comptable ou comprendre l'art de la manipulation des comptes*, L'Harmattan, octobre 2004, p. 152

A l'origine de la manipulation, l'acronyme EBITDA censé refléter la valeur de l'activité économique est privilégié comme une construction intellectuelle novatrice et sophistiquée. L'initiative du lanceur d'alerte, le commissaire aux comptes, de démentir la pertinence du communiqué conduit à relever que la source de la contestation d'une information manipulée vient des observateurs externes à la société. Dans le cadre de cette affaire, les administrateurs indépendants virent donc leur rôle contesté, qualifié en l'espèce, sur le plan doctrinal, de fictif⁴⁶⁸. Ce cas pratique offre la confirmation que la manipulation constitue l'origine du délit et la diffusion de la fausse information la résultante. Pour qu'une information puisse être reconnue comme fausse, il est nécessaire, non seulement qu'elle existe, mais qu'elle soit détectée ; or, toute tentative de manipulation n'est pas forcément repérable ce qui rend l'intention d'induire autrui en erreur beaucoup plus difficile à cerner.

La commission des sanctions de l'AMF, dans une décision du 3 novembre 2004, avait retenu que la société Vivendi Universal et son dirigeant, J-M. X..., avaient manqué à leur obligation de délivrer une information exacte, précise et sincère et avait prononcé à l'encontre de chacun d'eux une sanction pécuniaire de 1 000 000 euros.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 28 juin 2005, écartant certains des manquements reprochés, avait néanmoins prononcé à l'encontre de la société Vivendi Universal une sanction de 300 000 euros et à l'encontre de J-M. X... une sanction de 500 000 euros.

Contestant le bien fondé de l'arrêt de la cour d'appel de Paris, J-M. X... s'est pourvu en cassation. L'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 19 décembre 2006 apporte une double précision sur la notion d'information inexacte.

Communiquer un niveau d'endettement de 1,2 milliards d'euros en octobre 2000 et revendiquer une dette nulle en décembre, alors que l'endettement finalement révélé est de 3,388 milliards d'euros constitue une information trompeuse.

Invoquer une erreur de traduction sur la nature du *cash flow net*⁴⁶⁹ relève d'une inexactitude et non d'une erreur. En effet, l'arrêt de la cour d'appel avait à juste titre relevé que « le communiqué de presse du 25 septembre 2001 était entaché d'une erreur puisqu'il faisait état d'un *cash flow net* positif alors qu'il était négatif de 23 millions d'euros »⁴⁷⁰. Ces informations sont trompeuses, en dépit de quelques précautions oratoires qui ne permettent pas d'en corriger l'impact.

Le droit, peut-être en tant qu'utopie, doit offrir la possibilité de postuler que la solution ne réside pas dans la primauté d'un individualisme possessif et spéculatif mais dans la recherche de contre-pouvoirs garants d'un équilibre entre intérêt général et intérêts individuels. Or, seule une indépendance réelle et non factice peut conférer au lanceur d'alerte la crédibilité nécessaire pour identifier les manipulations opérées. La question de l'efficacité du lanceur d'alerte demeure posée.

⁴⁶⁸ J. Delga, Le point sur l'affaire « Vivendi Messier » après la décision de l'AMF du 3 novembre 2004, *Droit des sociétés*, Lexis Nexis, n° 3, mars 2005, p. 4

⁴⁶⁹ Le *cash flow net* est traduisible par capacité d'autofinancement. C'est un indicateur servant de base pour mesurer l'épargne dégagée par l'entreprise.

⁴⁷⁰ Cass. Com. 19 décembre 2006, n° 05-18919, non publié au bulletin.

Section 3 : Le cas spécifique du scalping : entre délit d'initié et délit de diffusion de fausses informations

La pratique du « *scalping* », terme anglais venant du verbe *to scalp*, boursicoter et de *scalper*, spéculateur sur la journée, pose le problème récurrent du degré d'utilisation des informations privilégiées pour orienter l'évolution des cours. La définition, permettant d'en comprendre le contenu, se pose en préalable pour déterminer le rôle effectif du *scalper*.

Le « *scalping* » se définit comme le « fait pour son auteur (le "scalper") de profiter de son influence sur les marchés financiers pour, à l'occasion de la diffusion de sa recommandation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé, réaliser ou permettre de réaliser, soit directement soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations sur ces instruments financiers ; le résultat d'un « *scalping* » réussi est alors un profit significatif obtenu par un cours provoqué des titres conseillés »⁴⁷¹.

Le « *scalper* » ne manipule et ne fausse pas l'information. Il utilise ses connaissances personnelles pour orienter l'évolution des cours. C'est au niveau du positionnement professionnel et informationnel du « *scalper* » qu'il convient de demeurer vigilant. La jurisprudence allemande rappelle que le 30 août 2002, « le « *scalping* » a fait l'objet d'une condamnation pénale outre-Rhin. Le Landgericht (équivalent allemand du tribunal de grande instance) de Stuttgart est entré en voie de condamnation à l'encontre d'un journaliste financier également conseil d'investisseurs, considéré par les investisseurs institutionnels et par les petits porteurs comme le "spécialiste" des placements sur le nouveau marché allemand. Ce dernier avait profité de sa réputation, qui se traduisait par un impact quasi immédiat sur les cours des titres conseillés, pour acheter à l'avance des titres qu'il allait recommander à ses lecteurs ainsi qu'aux fonds d'investissement, et les avait revendus lorsque les cours de ces titres avaient fortement progressé »⁴⁷².

L'intérêt d'un tel jugement porte sur la nature et la qualité de la personne mise en cause. S'agit-il d'un initié secondaire ? Dans l'hypothèse d'une réponse positive, l'infraction de délit d'initié trouverait à s'appliquer. Par contre, s'il ne s'agit en l'espèce ni d'un initié permanent ni d'un initié occasionnel, sauf preuve contraire, répertorié sur une liste idoine, telle que l'Autorité des marchés financiers l'envisage, alors la possibilité de qualifier la pratique du « *scalping* » de manquement d'initié serait proscrite. Contrairement aux jugements du Landgericht de Stuttgart et de Francfort, la Cour suprême allemande, dans un arrêt du 6 novembre 2003 a considéré le « *scalping* » comme un délit de manipulation de cours, « tel que défini à l'article 88 BörsG (Börsengesetz) »⁴⁷³.

Il est néanmoins intéressant sur le plan doctrinal de confronter la pratique du « *scalping* » avec les critères cumulatifs d'une information privilégiée tels que la jurisprudence les a retenus. L'information privilégiée doit être confidentielle, « l'information détenue par le « *scalper* » est secrète tant que ce dernier ne diffuse pas le contenu de sa recommandation »⁴⁷⁴, précise, « le scalper connaît avec précision le contenu de sa future

⁴⁷¹ S. Loyrette, Scalping : Délit d'initié ou manipulation de cours ?, *La semaine juridique Entreprise et Affaires*, LexisNexis, JurisClasseur, 15 janvier 2004, n° 3, p. 68

⁴⁷² Ibid, p. 69

⁴⁷³ Ibid

⁴⁷⁴ Ibid p. 70

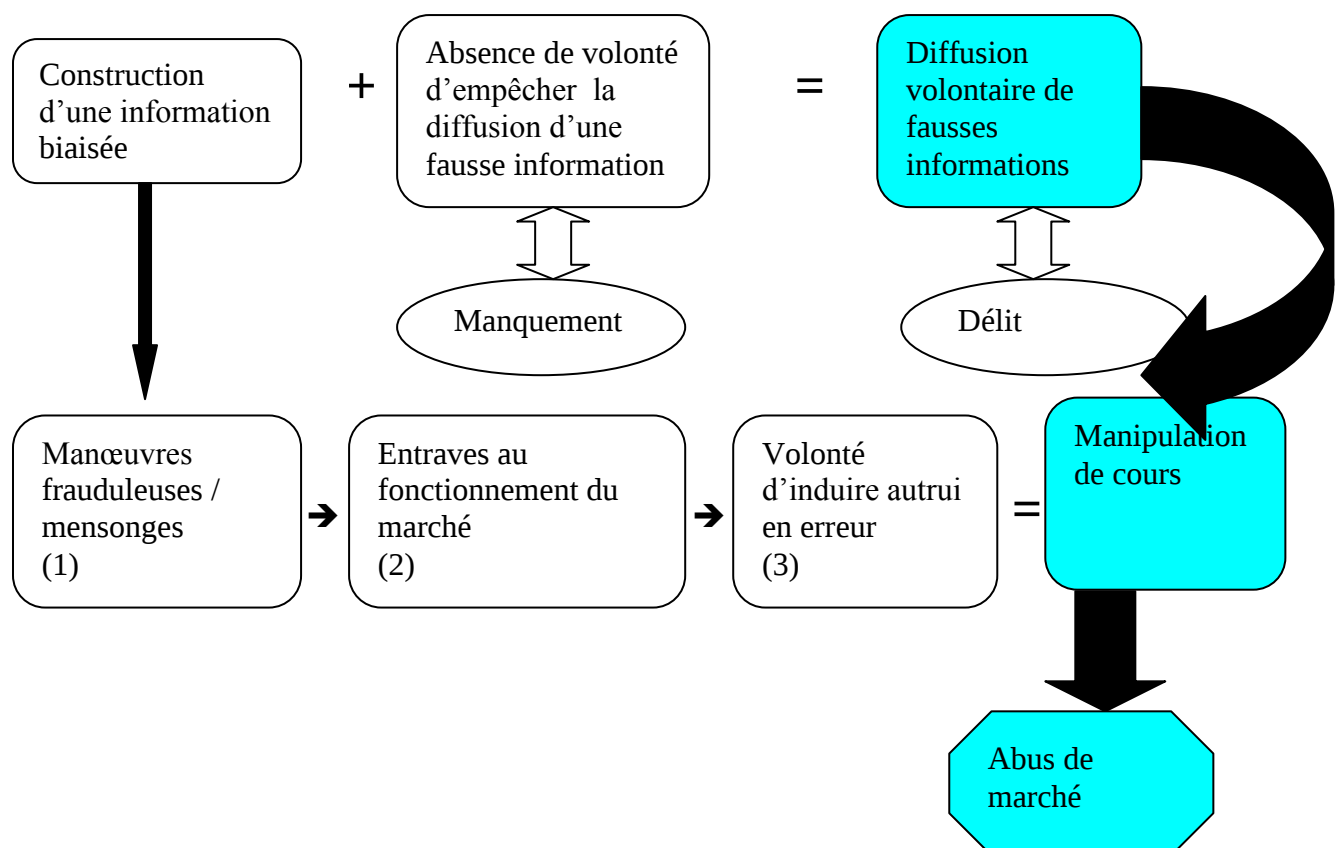
recommandation et les titres visés »⁴⁷⁵, de nature à influencer sur le cours de la valeur, « le scalper sait que la recommandation qu'il va diffuser va influencer sur les cours des titres recommandés et qu'il pourra ainsi atteindre un cours souhaité et réaliser un profit éventuel »⁴⁷⁶ et déterminante, « l'opération sur les titres réalisée par le scalper aura bien été déterminée par la connaissance d'une information privilégiée »⁴⁷⁷.

La détection de la technique du *scalping* n'est pas évidente dans la mesure où l'objectif du *scalper* sur les marchés financiers consiste à réaliser de substantielles plus-values en orientant les cours, c'est-à-dire la décision des autres intervenants, par sa capacité de prescripteur et non de manipulateur d'informations.

Conclusion du chapitre 3 :

La prise en compte de l'inefficience de l'information financière conduit à élaborer à la fois des moyens coercitifs mais également préventifs en plaçant le lanceur d'alerte dans la position d'être l'acteur principal, garant du respect de l'intérêt général, gage d'une confiance renouvelée dans le fonctionnement des autorités de régulation.

Schéma n° 2 : Fausses informations et informations manipulées



⁴⁷⁵ Ibid

⁴⁷⁶ Ibid

⁴⁷⁷ Ibid

Chapitre 4 : L'action de l'Autorité des marchés financiers face au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France

Plan du chapitre :

- I- Alertes relatives au démarchage et à la publicité concernant les produits financiers interdits en France
 - A. Le cadre juridique de la réglementation du démarchage
 - B. Sanctions relatives à la réglementation du démarchage
 - C. Analyse des mécanismes techniques conduisant à la vigilance de l'AMF
 - II- Alertes relatives aux propositions d'investissement irrégulières et potentiellement trompeuses
 - A. La nature des sanctions pénales, civiles et administratives relatives à la diffusion d'informations inexactes ou potentiellement trompeuses
 - B. Examen des situations conduisant à des procédés de mise en garde
 - 1. Placement *off shore*
 - 2. La « filière nigériane »
 - 3. les rendements irréalistes
 - 4. L'offre de parts de collections d'œuvres d'art
 - 5. L'utilisation de passeports contrefaits
 - III- Alertes relatives aux propositions d'investissement par appel public
 - A. Réglementation de l'appel public
 - B. Exposé des mises en garde de l'AMF
- Conclusion du chapitre 4

Résumé :

L'AMF demeure extrêmement vigilante face à la toxicité de certains produits financiers proposés au public. En réglementant le démarchage et en sanctionnant les propositions d'investissements potentiellement trompeuses et irrégulières, le régulateur boursier contribue à protéger et à maintenir la confiance des épargnants grâce aux mécanismes d'alertes qu'il déploie.

La diffusion de fausses informations portant sur de fausses qualités des produits financiers constitue une tromperie volontaire que le régulateur boursier doit surveiller.

En qualité de lanceur d'alerte, l'AMF communique en temps réel sur les risques d'un démarchage illégal portant sur des produits financiers interdits. La toxicité de ces produits vendus par des démarcheurs non habilités porte atteinte à la confiance des investisseurs, notamment les plus vulnérables. Un devoir de vigilance constant s'impose alors de la part de l'AMF face à la propagation de nouveaux produits dont l'attrait dépend du contenu informationnel et des objectifs de rentabilité.

La maîtrise de ces risques conduit l'AMF à lancer trois types d'alertes spécifiques.

L'Autorité des marchés financiers veille à assurer la protection des épargnants en déclenchant des procédures d'alerte à caractère informationnel lorsqu'elle constate une offre de produits contraires aux lois et règlements (I). Elle veille à ce que les informations délivrées soient transparentes et sincères. Dans le cadre de sa mission, elle adresse des mises en garde portant sur le démarchage et la publicité concernant des produits financiers interdits en France associés à des propositions d'investissement irrégulières et potentiellement trompeuses (II). Elle alerte les investisseurs potentiels lorsque des propositions d'investissement par appel public suscitent des doutes certains sur la nature des produits proposés et des rémunérations escomptées (III).

I- Alertes relatives au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France

L'AMF est conduite à alerter systématiquement sur les risques que des démarcheurs non habilités font courir à des investisseurs potentiels. Le démarchage portant sur des produits financiers est encadré très précisément par le législateur et les autorités régulatrices (A) ; elles sont dotées de moyens de sanctions lorsque les cadres juridiques ne sont pas respectés par le démarcheur (B). L'AMF agit alors *a posteriori*, mais elle peut également intervenir *ex ante* par la mise en œuvre de mécanismes techniques de vigilance (C).

A- Le cadre juridique de la réglementation du démarchage

L'article L. 341-1 du Code monétaire et financier dispose que « constitue un acte de démarchage bancaire ou financier toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou avec une personne morale déterminée, en vue d'obtenir, de sa part, un accord sur la réalisation, par une personne habilitée à le faire, d'une opération sur instruments financiers, d'une opération de banque ou d'une opération connexe, d'un service d'investissement ou d'un service connexe ou d'une opération sur biens ou encore de la fourniture d'une prestation de conseil en investissement. Constitue également un acte de démarchage bancaire ou financier, quelle que soit la personne à l'initiative de la démarche, le fait de se rendre physiquement au domicile des personnes, sur leur lieu de travail ou dans les lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments et services financiers, en vue des mêmes fins ».

L'article L. 341-10 du Code monétaire et financier désigne les produits financiers qui ne peuvent pas faire l'objet de démarchage. Cette liste comprend plus explicitement les produits dont le risque maximal n'est pas connu au moment de la souscription ou pour lesquels le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial, ainsi que les produits financiers non autorisés à la commercialisation sur le territoire national (C. mon. fin art L. 151-2), les instruments financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur les marchés réglementés ou sur les marchés étrangers reconnus, à l'exception des parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, des instruments financiers qui font l'objet d'une opération d'appel public à l'épargne, des titres émis par les sociétés de capital-risque et des produits proposés dans le cadre d'un dispositif relevant de l'épargne salariale⁴⁷⁸.

En conséquence, l'article L. 341-3 du Code monétaire et financier détermine les personnes autorisées à se livrer à une activité de démarchage. Il s'agit des personnes agissant en leur

⁴⁷⁸ D'après Mémento pratique Francis Lefebvre, *op.cit*, p.885

nom propre. Le texte distingue trois catégories d'utilisateurs potentiels du démarchage bancaire ou financier, les professionnels de la banque, de la finance ou de l'assurance, les entreprises proposant à leurs salariés une épargne salariale et les conseillers en investissements financiers définis au sens de l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier⁴⁷⁹.

L'article L. 341-4 du Code monétaire et financier dispose que les personnes habilitées à procéder au démarchage peuvent mandater des personnes physiques afin d'exercer pour leur compte une activité de démarchage bancaire ou financier. Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et d'assurance, les sociétés de capital-risque peuvent mandater des personnes morales à cet effet, lesquelles peuvent à leur tour mandater des personnes physiques⁴⁸⁰. Les conditions relatives aux personnes recourant au démarchage bancaire et financier sont encadrées par les articles L. 341-6 al. 1 et 2 et L. 341-8 du CMF. Les personnes morales habilitées à pratiquer le démarchage ou les personnes mandatées à cet effet, doivent selon le cas, faire enregistrer auprès de l'AMF, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ou du Comité des entreprises d'assurance, les personnes salariées employées ou mandataires chargées de se livrer pour leur compte aux opérations de démarchage. Elles doivent leur délivrer une carte qui doit être présentée à toute personne démarchée. Cette carte est établie selon un modèle fixé par un arrêté du 28 septembre 2004. L'arrêté du 28 septembre 2004 prévoit que la carte de démarchage, renouvelable, est délivrée pour une durée maximale de deux ans par la personne morale pour le compte de laquelle le démarcheur agit, durée qui peut être portée à trois ans lorsque le démarcheur est salarié ou employé d'un établissement de crédit, d'une entreprise d'assurance notamment (art 3)⁴⁸¹.

La réglementation du démarchage permet de protéger les personnes vulnérables, c'est la raison pour laquelle les infractions en l'espèce font l'objet de sanctions pénales.

B- Sanctions relatives à la réglementation du démarchage

Les infractions relatives à la réglementation du démarchage font l'objet de deux catégories de sanctions pénales. L'article L. 353-1 du Code monétaire et financier énonce que les infractions relatives aux relations entre le démarcheur et la personne démarchée sont sanctionnées par une peine d'emprisonnement de six mois et une amende de 7 500 €. L'article L. 313-1 du code pénal dispose que les infractions relatives au statut des démarcheurs, aux produits proposés et aux modalités de paiement sont punies d'une peine de prison de cinq ans et d'une amende de 375 000 €. Les articles L. 353-3 et L. 353-4 décident de faire encourir des peines complémentaires.

La Chambre civile de la Cour de cassation, dans un arrêt rendu le 20 juillet 1994⁴⁸² a précisé que toutes les conventions conclues à la suite de démarchages prohibés sont nulles comme contraire à l'ordre public. Dans un arrêt de rejet du 5 mai 2004, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a exposé que ne saurait être retenue la régularité de l'opération des

⁴⁷⁹ B. Dondero, Le nouveau régime du démarchage bancaire et financier, *Petites Affiches*, n° 238, 14 novembre 2003, p. 5

⁴⁸⁰ D'après Mémento pratique F. Lefebvre, *op.cit.*, p.886

⁴⁸¹ J.-J. Daigre, Anne Deprez-Graff, Droit des marchés financiers, *Chronique, La semaine juridique, Entreprise et affaires*, n°9, 3 mars 2005, p. 375

⁴⁸² Cass. civ. 1^{re}, 20 juillet 1994, Bull. civ. I, n° 261, p. 190, D. 1995, somm. 276, obs. F. Magnin, somm. 312, obs. J.-P. Pizzio, Dr. sociétés 1994, comm. 166, note Th. Bonneau, R.T.D. Civ. 1995, p. 101, obs. J. Mestre ; 4 février 1997, D. Aff. 1997, p. 308 ; Cont. Conc. Cons., 1997, comm. 107, note G. Raymond ; Trib. gr. inst. Créteil, 1^{re} ch., 27 mai 1997, Gaz. Pal. 1999. 1, somm. 18 cité par B. Dondero, *op. cit.*

placements, dès lors qu'il s'agissait d'un démarchage financier en dehors de toute réglementation, qu'il n'a pas été établi de contrat et que la société destinataire des fonds est demeurée inconnue⁴⁸³. En outre, dans un autre arrêt de rejet, la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 5 novembre 2003 a considéré qu'était justifié l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 23 décembre 2002⁴⁸⁴ d'après lequel « constitue un démarchage irrégulier, le fait que la prévenue, en vue de retranscriptions téléphoniques, ait conseillé ou offert à cinq clients des possibilités de prêts d'argent en les conduisant auprès d'une banque, en suivant le traitement de leurs dossiers et en percevant une commission pour cette activité d'intermédiaire qu'elle exerçait sans y être accréditée ».

C- Analyse des mécanismes techniques conduisant à la vigilance de l'AMF

Dans le cadre d'un communiqué de presse du 21 février 2000, la COB recommandait aux investisseurs de demeurer vigilants avant de s'engager financièrement avec des sociétés fournissant des services financiers quelconques sur Internet et, en particulier, de s'assurer que les offres émanaient de professionnels agréés pour l'exercice du métier concerné. Elle précisait que, dans le cadre d'enquêtes réalisées par ses services, le réseau Internet pouvait être utilisé par des personnes faisant usage de qualités usurpées pour attirer une clientèle d'investisseurs potentiels en infraction avec les lois du 28 mars 1885 sur les marchés à terme et du 3 janvier 1972 sur le démarchage. L'AMF, dans un communiqué de presse du 8 juin 2005, fonde ses recommandations en invitant les investisseurs français à traiter les offres reçues avec la « plus grande circonspection, puisqu'en l'absence d'autorisation et d'agrément, il ne peut être établi que tant la société promoteur que l'investissement proposé présentent les garanties nécessaires habituellement requises lors de la commercialisation de produits financiers auprès des épargnants français ». Par conséquent, tout acte de démarchage et de publicité concernant ces produits est interdit en France. L'AMF, dans un communiqué de presse du 2 décembre 2004, rappelle que les faits mentionnés sont susceptibles de recevoir une qualification pénale prévue par les articles 314-2, 314-10 et 314-12 du code pénal.

Néanmoins, ces niveaux de vigilance se heurtent à deux écueils⁴⁸⁵. D'une part, le *pop-up*, inhérent à Internet, est constitué de liens hypertextes permettant de naviguer sans taper de nouvelles adresses. « Lorsque le *pop-up* mène directement sur le site d'un établissement financier qui a transmis en ligne une offre de service financier, y a-t-il publicité de démarchage » ? Répondre par la négative s'impose si l'on considère qu'il convient d'écarter le concept de démarchage puisque le *pop-up* n'est pas personnalisé. D'autre part, avec le *pop-under*, l'internaute navigue sur un site d'information en continu. « En appelant ce site, il a sans le savoir appelé un autre site Internet, par exemple un site financier transactionnel. Le *pop-under* n'apparaît *qu'in fine*, lorsque l'internaute quitte le site d'information. Croyant quitter Internet, il se trouve sur le site transactionnel appelé par la première connexion »⁴⁸⁶. On en conclut que si le *pop-under* demeure un support publicitaire, cette forme de publicité peut aller très loin dans la pression commerciale et devenir dangereuse s'il s'agit de placer des produits financiers. L'examen de l'article L. 341-1 du code monétaire et financier conduit à considérer que « le fait qu'une personne intéressée se connecte à un site Internet incitant à souscrire des instruments financiers émis par telle ou telle société ne constitue pas un acte de

⁴⁸³ Cass.crim., 5 mai 2004

⁴⁸⁴ Cass.crim., 5 novembre 2003

⁴⁸⁵ B. Gourisse, Publicité et démarchage financiers : la France à la pointe de la protection des « petits investisseurs » ?, *Revue Droit des sociétés*, JurisClassur, n° 12, décembre 2004, p. 8

⁴⁸⁶ Ibid

démarchage de la part du titulaire du site. En revanche, sera considérée comme acte de démarchage la visite effectuée sur rendez-vous sollicitée par le client potentiel »⁴⁸⁷.

II- Alertes relatives aux propositions d'investissements irrégulières et potentiellement trompeuses

Confrontée à la diffusion de propositions d'investissements irrégulières et potentiellement trompeuses, l'AMF agit *ex post et ex ante*. *Ex post*, en disposant d'un arsenal répressif (A) et *ex ante* en alertant sur chacune des techniques mises en œuvre dont la caractéristique commune repose sur la manipulation du contenu de l'information financière (B).

A- La nature des sanctions pénales, civiles et administratives relatives à la diffusion d'informations inexacts ou potentiellement trompeuses en situation de démarchage

L'atteinte à la transparence des marchés portant précisément sur la diffusion d'informations inexacts est sanctionnée pénalement civilement et administrativement.

Sur le plan pénal, aux termes de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier est puni des peines prévues au premier alinéa « le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et des moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ».

L'article L. 465-2 al.2 du CMF dispose que les sanctions pénales prévues par l'article L. 465-1 al. 1 s'appliquent également à toute personne agissant directement ou par personne interposée dans le but d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché financier en induisant autrui en erreur. La diffusion d'informations inexacts expose aux mêmes sanctions qu'en cas d'usage abusif d'informations privilégiées. Les arrêts de la cour d'appel de Paris du 15 janvier 1992 et du 17 mai 1999⁴⁸⁸ permettent de souligner que les sanctions pénales s'appliquent aux personnes qui répandent des fausses informations non pas « afin d'agir sur les cours » mais simplement « de nature à agir sur les cours », ce qui réduit considérablement l'importance du mobile pour la qualification du délit.

L'article L 465-3 du CMF inclut dans le champ d'application des sanctions prévues par l'article L. 465-1 al.1 du CMF les personnes morales.

Au regard de l'article L. 621-12 du CMF, le président du TGI peut, pour la recherche des infractions définies aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du CMF, sur demande motivée du secrétaire général, autoriser les enquêteurs de l'AMF à effectuer des visites en tous lieux ainsi qu'à procéder à la saisie des documents.

Sur le plan civil, une action en responsabilité délictuelle ou quasi-délictuelle peut toujours être exercée sur le fondement des articles 1382 et 1383 du code civil.

Sur le plan administratif, l'article 632-1 du Règlement général de l'AMF dispose que la communication ou la diffusion faite sciemment dans le public d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse concernant un instrument financier constitue une atteinte à la bonne information du public et expose son auteur à des sanctions pécuniaires.

⁴⁸⁷ B. Dondero, op. cit, p. 5

⁴⁸⁸ CA Paris 15 janvier 1992 : Gaz. Pal. 1992 p. 23 note Marchi ; CA Paris 17 mai 1999 : RJDA 6/00 n°672

B- Examen des situations conduisant à des procédés de mise en garde

L'examen des procédés de mise en garde est conditionné par l'analyse synthétique des techniques de placement *off shore*, de la « filière nigériane », de la connaissance d'offres portant sur des rendements irréalistes, sur l'offre de parts de collections d'œuvres d'art et sur l'utilisation de passeports contrefaits.

1. Placement *off shore*

L'AMF rappelle dans une note du 26 février 2004 qu'une des techniques les plus fréquemment utilisées consiste à se servir des souscriptions des nouveaux entrants pour payer aux premiers investisseurs les rendements promis. « Ainsi rassurés sur la qualité du produit, ces derniers réinvestissent généralement les sommes obtenues, permettant à la société de récupérer tout ou partie des fonds qu'elle avait ainsi versés et d'entretenir le processus ». L'AMF constate qu'au bout d'un certain temps, la société disparaît avec les investissements des souscripteurs.

L'AMF relève les caractéristiques suivantes de ces produits financiers :

- Ils sont proposés par des sociétés étrangères, le plus souvent dans des paradis fiscaux ;
- Les échanges d'informations se font sans rencontre physique (par le biais de courrier, télécopie, courrier électronique) ;
- L'investissement apparaît sans risque et/ou le rendement est garanti ;
- Le versement des fonds se fait par le biais d'un système de paiement en ligne.

L'AMF conclut sa mise en garde en signalant que « les personnes qui seraient tentées d'investir dans des produits ou placements financiers n'ayant pas été autorisés à être commercialisés en France, ne sont pas protégées et que les recours à leur disposition se révèlent restreints ».

2. La « filière nigériane »

Le principe de la « filière nigériane » consiste à permettre de sortir de grosses sommes d'argent de pays où les sorties de capitaux sont limitées, notamment du Nigeria (d'où le nom donné à cette pratique). Les membres du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) sont particulièrement vigilants et réactifs comme en témoigne l'alerte lancée conjointement le 2 août 2005 par la Commission bancaire, financière et des assurances et la Banco de España. La « filière nigériane » repose fréquemment sur le mécanisme suivant : une personne reçoit un message électronique rédigé en anglais ou en français visant à solliciter son aide. La personne qui prend contact se présente comme l'héritier ou le représentant d'un haut responsable décédé ne pouvant récupérer la fortune du défunt en raison de son lieu d'habitation différent du défunt. La personne qui sollicite un tiers explique que cette somme d'argent sera bloquée par les autorités locales et demande au tiers intéressé, moyennant la promesse d'une commission alléchante, d'ouvrir un compte et de lui communiquer ses propres références bancaires afin, selon l'AMF, de pouvoir encaisser le montant de fausses factures, permettant ainsi de sortir les fonds bloqués. Cette personne demande également une avance sur les sommes d'argent pour pouvoir financer certains frais. Une fois l'escroquerie réalisée, le tiers ne reçoit plus aucune information. L'AMF signale que l'investissement réalisé dans des produits non autorisés demeure à fonds perdus. En effet, les

moyens par lesquels il serait possible de récupérer les sommes investies sont pratiquement inexistantes.

3. Les rendements irréalistes

L'AMF attire la vigilance des épargnants lorsque des propositions de rendement sont manifestement irrégulières et potentiellement trompeuses. A titre d'exemple, L'AMF relève dans un communiqué du 10 décembre 2004, une offre provenant d'une société qui accréditait l'idée « qu'à partir d'un investissement de 200.000 euros, il était possible d'obtenir un rendement d'au moins 500% crédité mensuellement grâce à une participation au chiffre d'affaires de la société ». De même, dans un communiqué du 29 septembre 2004, l'AMF relevait l'irrégularité d'une proposition de rendement à un taux fixe de 7,5 % pour des bons de jouissance à revenu fixe avec un numéro d'identification international ne correspondant à aucun produit financier référencé sur les marchés réglementés et ne pouvant en l'état faire l'objet d'un appel public à l'épargne en France. En conséquence, elle décidait de transmettre au parquet de Paris les éléments mentionnés. L'AMF n'hésite pas à qualifier de démarchage irrégulier les propositions de rendement irréaliste au regard des conditions du marché et conduisant à proposer au public des produits financiers non autorisés.

L'AMF exerce une vigilance particulière à l'encontre de sociétés proposant des rentabilités excessives par rapport aux conditions du marché ou hasardeuses.

Encadré n° 1 : Exemple de mise en garde de l'AMF sur des placements prétendus surs

L'Autorité des marchés financiers met en garde le public contre les activités de la société Evolution market group inc agissant sous le nom commercial de Finanzas forex.

L'AMF attire l'attention du public sur les activités de la société Evolution market group inc, dont le siège se situerait en République de Panama.

Cette société démarche par Internet, sous le nom commercial de Finanzas forex, des investisseurs résidant, notamment, en France pour leur proposer des placements prétendument sûrs, rentables et durables, qui leur permettraient d'obtenir des performances, de l'ordre de 10% à 20% par mois, en fonction du type de plan d'investissement retenu. En outre, elle offre à sa clientèle la possibilité de percevoir des commissions sur les investissements réalisés par les personnes parrainées.

L'AMF signale que la société Evolution market group inc - Finanzas forex n'a été autorisée ni à faire du démarchage ni à exercer l'activité de prestataire de services d'investissement en France. Elle a, par ailleurs, déjà fait l'objet d'une mise en garde, par notre homologue espagnol la Comision nacional del mercado de Valores.

Par conséquent, l'AMF recommande la plus grande prudence aux investisseurs qui seraient sollicités par la société Evolution market group inc - Finanzas forex et, d'une façon générale, invite le public à examiner avec attention les offres d'investissement aux performances élevées qui lui sont faites par Internet sur le marché du Forex.

Source : AMF, communiqué de presse, 6 juin 2008

L'arrêt de la cour d'appel de Colmar du 14 octobre 2003 rappelle que la responsabilité de la société est engagée lorsqu'elle a publié sciemment des perspectives de résultat dont elle savait qu'elles n'avaient raisonnablement pas de chance de se réaliser ; le montant de l'indemnisation versée à l'actionnaire trompé par cette information est égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions acquises par l'intéressé après la publication du communiqué litigieux et qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses⁴⁸⁹.

4. L'offre de parts de collections d'œuvres d'art

Dans le cadre d'un communiqué de presse du 24 décembre 2003, l'AMF attire l'attention du public sur l'offre de parts de collections d'œuvres d'art au sein d'une indivision permettant de percevoir des revenus en contrepartie de la cession de droits d'exploitation. Ce placement, proposé sur Internet par le biais de conseillers en gestion de patrimoine induit de la part de l'AMF une mise en garde contre une proposition d'investissement par appel public à l'épargne sans autorisation. L'AMF demande aux investisseurs d'exercer leur vigilance contre ces procédés de démarchage reposant sur la gestion collective de parts d'œuvres d'art.

5. L'utilisation de passeports contrefaits

Les régulateurs européens membres du CESR exercent leur vigilance sur la nature des passeports et informent les investisseurs potentiels si des risques demeurent patents, compte tenu de l'absence de vérifications potentielles de l'identité des offreurs. A titre d'exemple, les autorités financières danoises (*Danish Financial Authority DFSA*) lançaient une alerte contre une société inconnue au Danemark dont le but était de fournir des services financiers.

III- Alertes relatives aux propositions d'investissement par appel public

Les alertes relatives aux propositions d'investissement par appel public sont rendues d'autant plus nécessaires que les investisseurs potentiels qui peuvent être sollicités sont nombreux et les produits financiers proposés susceptibles d'endommager durablement la confiance des investisseurs. Il importe de traiter en conséquence la réglementation de l'appel public (A) et de mettre en exergue l'exposé des mises en garde de l'AMF (B).

A- Réglementation de l'appel public

L'article L. 412-1 du CMF encadre l'obligation générale de publicité, « les personnes qui procèdent à une opération par appel public à l'épargne doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur, dans les conditions prévues par un règlement de la commission des opérations de bourse ». Le projet de document mentionné à l'article L. 412-1 du CMF est soumis, eu égard à l'article L. 621-8 du CMF, au visa de l'AMF qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer.

⁴⁸⁹ CA Colmar 14 octobre 2003, n° 01-3432 : RJDA 5/04 n° 582

Les sanctions pénales sont prévues aux articles 314-2, 314-10 et 314-12 du code pénal. Elles sont relatives aux appropriations frauduleuses tout en portant sur le démarchage en vue d'opérations sur instruments financiers reposant sur l'abus de confiance réalisé par une personne qui fait appel au public afin d'obtenir la remise de fonds ou de valeurs, comme dirigeant de droit ou de fait d'une entreprise industrielle ou commerciale.

De plus, l'article L. 423-1 du CMF dispose que « le public ne peut être sollicité, sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que ce soit, directement ou indirectement, en vue d'opérations sur un marché de valeurs mobilières étranger, autre que le marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, de contrats à terme négociables ou de tous produits financiers que lorsque le marché a été reconnu dans des conditions fixées par décret et sous réserve de réciprocité ».

B- Exposé des mises en garde de l'AMF

L'AMF est très vigilante lorsque des sociétés proposent aux investisseurs d'acquérir des actions donnant droit au versement de dividendes de sociétés provenant de sociétés qui envisageraient de demander la cotation de leur titre sur le marché américain sans avoir obtenu préalablement l'autorisation d'émettre des titres sur le marché français. En l'espèce, l'AMF, dans le cadre d'un communiqué de presse du 9 février 2005, rappelait que ces propositions étaient contraires à ce qu'imposent les articles L. 412-1 et L. 621.8 du CMF. Elle mettait en garde systématiquement contre l'offre de titres d'une société inscrite sur un marché étranger non reconnu en France au sens de l'article L. 423-1 du CMF⁴⁹⁰. Dans le cadre de ce communiqué de presse très réactif, elle invitait le public à traiter les offres suspectes « avec la plus grande circonspection, puisqu'en l'absence d'agrément et d'autorisation, il ne peut être établi que tant la société que les produits financiers proposés présentent les garanties nécessaires habituellement requises lors de la prestation de services ou la commercialisation de produits financiers sur le territoire français. » En l'occurrence, la société E Net Speculation, de droit uruguayen, proposait aux investisseurs d'intervenir sur les marchés des changes et les marchés à terme par l'intermédiaire d'un « mini-marché financier ». L'AMF faisait remarquer alors que le régulateur des marchés dérivés américains (la *Commodity futures trading commission –CFTC*) avait déposé une plainte à l'encontre de la société et des dirigeants de E Net Speculation, qui n'étaient pas autorisés à exercer cette activité à sur le marché américain⁴⁹¹.

L'AMF attire fréquemment l'attention du public sur les investissements proposés sur Internet, via des messages publiés sur des forums de discussion français, des offres disponibles sur des sites d'enchères, des courriers électroniques adressés à des personnes physiques. Le régulateur boursier rappelle alors que ces propositions d'investissement n'ont pas été, le cas échéant, soumises à son autorisation et à ce qu'imposent les articles L. 421-1 et L. 621-8 du CMF⁴⁹².

L'AMF exerce une vigilance particulièrement précise face aux risques générés par les produits financiers impactés par la crise des *subprimes*. Le régulateur boursier n'a pas hésité à sanctionner la société Odoo et Compagnie le 18 juin 2009⁴⁹³ pour n'avoir pas présenté sur les supports d'information destinés aux porteurs la nature du niveau de risque encouru.

⁴⁹⁰ AMF, Communiqué de presse, 4 novembre 2004 MF, Communiqué de presse du 1^{er} juin 2004.

⁴⁹¹ AMF, Communiqué de presse du 1^{er} juin 2004.

⁴⁹² D'après COB, communiqué de presse, 14 mars 2002.

⁴⁹³ AMF, commission des sanctions, 18 juin 2009

Encadré n° 2 : Risques inhérents aux produits financiers proposés

B. Procédure

(...)

1 - La notification de griefs relève en premier lieu :

- que les prospectus des fonds n'étaient pas systématiquement remis aux souscripteurs ;
- « des différences nombreuses et importantes dans le contenu des documents commerciaux par rapport aux prospectus [des fonds] (...) : les classifications étaient différentes, les durées d'investissement recommandées étaient réduites, le niveau de risque encouru était minoré ou l'importance des instruments de titrisation dans les portefeuilles des [fonds] était omise ou minorée. Ces informations commerciales pouvaient laisser croire aux clients que ces [fonds] étaient des OPCVM monétaires peu risqués et assortis d'une rémunération à un taux monétaire amélioré, ce qui ne correspondait pas à la réalité » ;
- « une absence de cohérence dans la multitude d'éléments, parfois même contradictoires, contenus dans les différents supports d'information commerciale : par exemple, sept ou huit appellations différentes données à chaque OPCVM pour préciser la nature du produit. (...) Cette situation était susceptible d'induire les clients en erreur ou de créer une confusion dans leur esprit ».

Il est relevé que « les divergences entre les multiples documents destinés aux clients, leur non-conformité aux prospectus qu'ils ne pouvaient donc pas compléter, leur contenu incohérent, contradictoire ou erroné ont été de nature à orienter le choix d'investissement des prospects et des clients vers des fonds ne correspondant pas à leurs attentes ».

(...)

II. Motifs de la décision

Considérant que les différents griefs notifiés ont trait à trois opcvms proposés par Oddo & Compagnie à ses clients sous la qualification de « fonds monétaires dynamiques » dont les portefeuilles étaient majoritairement composés de produits de titrisation et ont été affectés par la crise des « subprimes » ;

A. En ce qui concerne les supports d'information destinés aux porteurs des trois fonds monétaires dynamiques

Considérant qu'en vertu des dispositions des articles 322-63 et 322-64 du Règlement général de l'AMF, dans leur rédaction applicable en l'espèce (et reprises en substance aujourd'hui à l'article 314-18), qui, édictées pour les sociétés de gestion de portefeuille à l'égard de leurs mandants, sont également applicables, en vertu de l'article 411-53 alinéa 1 du Règlement général (repris en substance par l'article 411-53 aujourd'hui en vigueur), aux personnes qui commercialisent des parts de fonds communs de placement : « Les informations utiles (...) sont communiquées [au mandant] afin de lui permettre de confier la gestion de ses actifs, ou de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, en toute connaissance de cause » ; « Le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus » ; qu'aux termes de l'article 321-46 du Règlement général dans sa rédaction applicable en l'espèce (dont les dispositions sont reprises en substance aujourd'hui aux articles 314-18 et 314-44, ce dernier pris, selon ses propres termes « pour l'application des dispositions de l'article L. 533-13 du Code monétaire et financier ») : « Le prestataire habilité informe le client des caractéristiques des instruments financiers dont la négociation est envisagée, des opérations susceptibles d'être traitées et des risques particuliers qu'elles peuvent comporter. / L'information fournie est adaptée en fonction de l'évaluation de la compétence professionnelle du client (...) » ;

Considérant qu'aux termes de l'article 411-50 alinéa 2 du Règlement général de l'AMF dans sa rédaction applicable en l'espèce (dont les dispositions sont reprises en substance aujourd'hui à l'article 314-29) :

« La publicité concernant des OPCVM (...) doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner, le cas échéant, les caractéristiques moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés » ; qu'aux termes de l'article 411-48 du Règlement général de l'AMF « Préalablement à la commercialisation des parts ou actions de l'OPCVM et en vue de son agrément, l'AMF approuve le prospectus complet de l'OPCVM » ; que pour l'application de ces dispositions, le contenu des documents commerciaux concernant un fonds ne doit pas, en ce qui concerne les caractéristiques essentielles indispensables à la bonne appréhension par les clients des risques et avantages du fonds, différer de celui du prospectus qui est le document d'information à l'appui duquel l'agrément du fonds est délivré par l'AMF ; que la portée de la méconnaissance de cette règle doit être appréciée, au cas par cas, en fonction du risque de confusion que les différences entre le contenu du prospectus et celui des documents commerciaux sont susceptibles d'entraîner dans l'esprit des investisseurs ;

1 - Considérant qu'en l'espèce, la circonstance que les documents commerciaux utilisent, en plus de la classification de l'AMF (« obligations et autres titres de créance internationaux », « obligations et autres titres de créance libellés en euro » ou « diversifié » selon les fonds), une appellation - « monétaire dynamique » - émanant des agences de notation et reconnue sur la Place est, à elle seule, sans incidence ;

2 - Considérant en revanche, s'agissant du niveau de risque encouru par les fonds, qu'alors que les prospectus indiquent un risque en capital, les documents commerciaux ne reprennent pas cette indication mais font référence, selon les cas, à une assimilation à un « monétaire prudent », à un « risque limité », à un « risque particulièrement contrôlé », ou encore à un classement en « risque 1 » (le niveau le plus faible sur une échelle de 1 à 4) ; que dès lors le manquement au principe rappelé ci-dessus est caractérisé ; que si la société soutient d'une part, que la rédaction des documents commerciaux ne traduit aucune volonté de dissimulation et, d'autre part, que s'il s'est ensuite révélé que le risque encouru par ces investissements était notablement supérieur à l'information donnée, cette erreur était communément partagée sur la Place, ces circonstances sont sans incidence sur la caractérisation du manquement tenant à la non concordance, en ce qui concerne les risques inhérents à la nature des investissements, entre les prospectus et les documents commerciaux et pourront seulement être prises en compte pour la détermination de la sanction encourue ;

3 - Considérant également que, pour deux des fonds en cause, la durée de placement recommandée mentionnée dans les documents commerciaux (« 6 mois et plus ») diffère de celle figurant dans les prospectus (« un an minimum ») ; que cette différence était de nature à induire en erreur sur le risque du placement ;

4 - Considérant surtout qu'il est constant que les documents commerciaux relatifs au fonds Oddo court terme dynamique ne font pas explicitement référence à la présence de produits de titrisation alors que son prospectus indique que ces produits peuvent représenter « jusqu'à 100 % » de son actif ; que ni la circonstance que l'attention des investisseurs était attirée sur la « poche » d'actions européennes qui pouvait composer jusqu'à 10 % maximum de l'actif ni celle que les « fiches Produits » et les rapports de gestion de 2006 et 2007 mentionnaient la présence de produits de titrisation à l'actif du fonds ne sont de nature à affecter la réalité du manquement tenant à la présentation des documents commerciaux ;

Considérant que les griefs mentionnés aux points 2, 3 et 4 ci-dessus caractérisent des manquements aux dispositions précitées du Règlement général de l'AMF ; qu'en revanche il

ne résulte pas du dossier que les prospectus n'étaient pas systématiquement remis aux souscripteurs ;

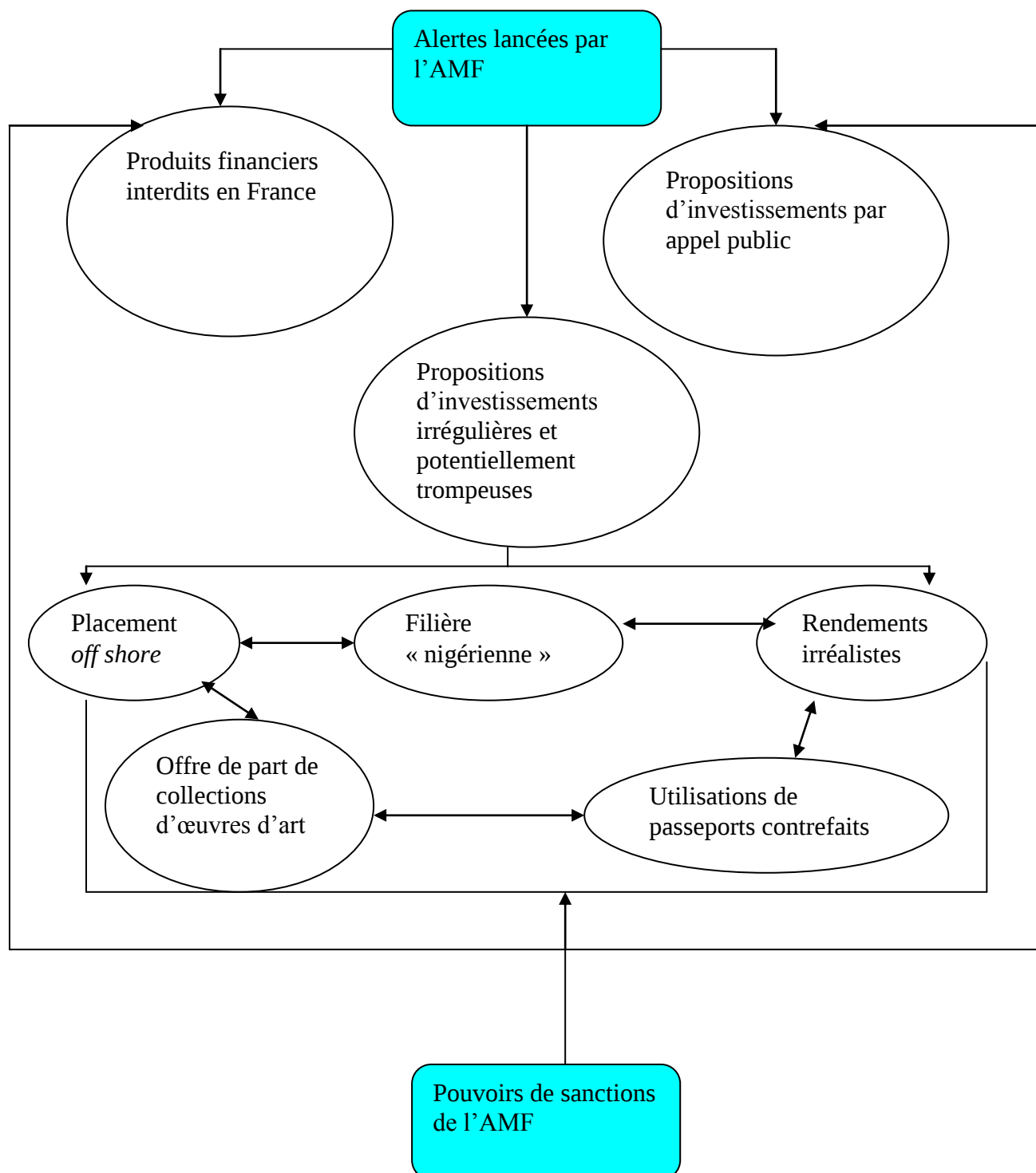
(...)

Source :AMF, commission des sanctions, 18 juin 2009

Conclusion du chapitre 4 :

L'AMF, en qualité de lanceur d'alerte, offre aux investisseurs des garanties sur la fiabilité des informations financières et la qualité des produits proposés. Une confiance pérenne dans le fonctionnement des marchés financiers se construit grâce à la vigilance constante des autorités régulatrices.

Schéma : Synthèse sur l'action et les pouvoirs de sanctions de l'AMF face au démarchage



Conclusion de la troisième partie :

Le droit constitue un vecteur de confiance pour les investisseurs dans la mesure où il offre, en amont, une définition de la transparence construite à partir d'une approche technique de l'information réglementée. En sanctionnant en aval les abus de marché, le droit offre un cadre protecteur aux investisseurs en leur permettant de disposer équitablement et de façon égalitaire d'une information financière fiable et sincère.

Conclusion générale :

Ce manuel traitant du droit de l'information financière est le fruit d'une culture managériale empreinte de pragmatisme et de créativité et juridique pour son attachement au sens des mots et au cœur des normes. C'est la raison pour laquelle il fut possible de le construire autour de trois idées simples, la transparence de l'information financière ne se décrète pas mais se construit à partir d'une réglementation à la fois souple, précise et contraignante, le positionnement de l'information sociale et environnementale demeure essentiel pour comprendre la portée des informations économiques et financières, enfin, le pouvoir de sanctions des autorités judiciaires et administratives protège l'information financière.

Sources bibliographiques

- Bergerès Maurice-Christian, Duprat Philippe, *Les infractions boursières*, PUF, Que sais-je ?, septembre 1996
- Bernheim Yves, *L'essentiel des Us Gaap, Comptabilité américaine, comparaison avec les référentiels IASC et français*, Mazars & Guérard, 2^e édition, décembre 1999
- Bonneau Thierry, Drumond France, *Droit des marchés financiers*, deuxième édition Economica, 2005
- Bonneau Thierry, *Droit bancaire*, Montchrestien, 6^e édition, 2005
- Capron Michel, Quairel-Lanoizelee Françoise, *La responsabilité sociale d'entreprise*, Collection Repères, La découverte, mars 2007
- Caussain Jean-Jacques, *Le gouvernement d'entreprise, Le pouvoir rendu aux actionnaires*, LexisNexis, mars 2005
- Charveriat Anne, Couret Alain, et alii, *Mémento pratique Francis Lefebvre, Sociétés Commerciales 2006*, Editions Francis Lefebvre, octobre 2005
- Coispeau Olivier, *Dictionnaire de la bourse et des termes financiers*, éditions Séfi, octobre 2006
- Compin Frédéric, *Théorie du langage comptable ou comprendre l'art de la manipulation des comptes*, éditions l'Harmattan, 2004
- Cozian Maurice, Viandier Alain., Deboissy Florence, *Droit des sociétés, Manuel*, 20^e édition, Litec, juillet 2007
- Delville Pascale et alii, *Information financière en IFRS*, LexisNexis Litec, novembre 2007
- Manne Henry. G., *Insider Trading and the stock market*, New York, Free press, 1996
- Merle Philippe, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, Droit Privé, octobre 2001
- Merville Anne-Dominique, *Droit des marchés financiers*, mémento LMD, Gualino éditeur, août 2006
- Moreau-Degrages Philippe, *La gouvernance*, PUF, Que sais-je ?, 2003
- Monnier Jean-Marie et alii, *Dynamiques économiques de l'équité*, Economica, Grands débats, septembre 1999
- Ohl Daniel, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 2e édition, novembre 2005,
- Peltier Frédéric, *Marchés financiers et droit commun*, Banque Éditeur 1997
- Peltier Frédéric, Dompé Marie-Noëlle, *Le droit des marchés financiers*, PUF, Que sais-je ?, février 1998
- Petit Bruno, *Droit des sociétés*, Litec, 1^{er} trimestre 2002, p. 186
- Pezard Alice, *Code monétaire et financier*, édition 2006, Litec, décembre 2005
- Renucci Jean-François, *Le délit d'initié*, PUF, Que sais-je ? Juillet 1995
2004
- Stasiak Frédéric, *Droit Pénal des Affaires*, Manuel, L.G.D.J., novembre 2005

Table des matières

Liste des principales abréviations	4
Introduction générale.....	5
Première partie : L'élaboration de l'information financière	6
Chapitre 1: La transparence de l'information financière.....	7
I- Approche pluridisciplinaire du concept de transparence de l'information financière.....	7
A. Absence d'une définition juridique précise de la transparence	8
B. Développement d'une approche procédurale de la transparence de l'information financière	9
II- Mise en œuvre technique de la transparence de l'information financière.....	9
A. Le concept d'information réglementée comme fondement de la transparence	10
B. La construction de la transparence au travers de l'information périodique.....	11
C. La construction de la transparence au travers de l'information permanente	18
Conclusion du chapitre 1.....	20
Chapitre 2 : La réglementation de l'information comptable et financière	23
I- Le cadre juridique d'élaboration du référentiel IFRS.....	24
A. L'élaboration des normes comptables internationales par l'IASB.....	24
B. L'intégration des normes IFRS au sein de l'Union européenne.....	26
II- La construction de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis	29
A. Approche historique de la réglementation de l'information comptable et financière aux Etats-Unis.....	29
B. Les sources de la réglementation de l'information financière aux Etats-Unis	30
III- La place des organismes privés, IASB et FASB, dans un processus d'élaboration des normes internationales.....	31
IV- Rapprochement entre les normes IFRS et US GAAP	33
V- La réglementation de l'information comptable par l'Autorité des normes comptables.....	35
A. Les objectifs de la réforme du processus de normalisation comptable	35
B. Les missions générales de l'Autorité des normes comptables.....	36
C. Le fonctionnement de l'Autorité des normes comptables	36
1. Composition de l'Autorité des normes comptables	36
2. Les règles de fonctionnement.....	37
3. L'adoption des règlements par l'autorité des normes comptables	37
Conclusion du chapitre 2.....	38
Chapitre 3 : La qualité de l'information comptable et financière	39
I- Obligations générales d'information	40
A. Qualité de l'information comptable et financière.....	40
B. La réglementation de la diffusion de l'information comptable	44
C. Réglementation de l'information boursière	47
II- Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique et permanente	56
A. Sanctions relatives à la diffusion de l'information périodique.....	56
B. Sanctions relatives à la diffusion de l'information permanente	58
III- le contrôle de l'information financière par les assemblées d'actionnaires	59
A- Le contrôle des dirigeants par l'exercice des droits politiques des actionnaires	60
B. Mise en perspective de la responsabilité des dirigeants	63
IV- Le contrôle de l'information diffusée dans les assemblées générales par les commissaires aux comptes.....	65

V-La mise en œuvre du contrôle interne comme déterminant de la transparence de l'information financière.....	67
A. Les cadres juridiques de mise en œuvre des procédures de contrôle interne	67
B. Le contrôle interne, instrument de vigilance du gouvernement d'entreprise	70
1. Description des procédures de vigilance relatives à l'information financière	70
2. L'alerte éthique, un instrument de lutte anti-fraude au service de l'institution « gouvernement d'entreprise »	71
C. Le rôle des commissaires aux comptes en matière d'organisation du contrôle interne ...	73
Conclusion du chapitre 3.....	76
Conclusion de la première partie.....	77
Deuxième Partie : La place des informations environnementales et sociales dans les documents financiers.....	78
Chapitre 1 : L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale par les acteurs économiques et financiers.....	79
I- La genèse de la prise en compte des données environnementales et sociales par les entreprises.....	80
A- Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE).....	80
1- Approche générale.....	80
2- Evolution du concept.....	82
B- La création du concept d'investissement socialement responsable (ISR).....	83
1- Approche normative.....	84
2- Approche économique.....	85
II- Les réponses générales du droit international dans la prise en compte, par les documents comptables et financiers, des données sociales et environnementales.....	88
A- Les sources onusiennes ayant indirectement contribué à la prise en compte de la RSE	88
1- L'impact des conférences internationales sur le développement de la RSE.....	88
2- La déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'Organisation Internationale du Travail	89
B- Les sources internationales ayant une influence directe sur la RSE	90
1- Les normes des Nations Unies sur la responsabilité en matière de droits de l'homme des sociétés transnationales et autres entreprises (2003).....	90
2- Les principes directeurs de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) à l'intention des entreprises multinationales	91
III- Les réponses spécifiques apportées aux parties prenantes par les organisations non gouvernementales (ONG)	93
A- Le rôle spécifique des ONG dans le domaine du <i>reporting</i> financier	93
1- Définitions du rôle des ONG	93
2- Les relations spécifiques entre les ONG et les entreprises	94
3- L'influence des ONG dans la publication des informations financières et environnementales.....	97
B- Les normes ISO.....	97
1- Positionnement de l'ISO comme entité normative	98
2- Les normes ISO sont des normes d'application volontaire.....	99
3- Les normes ISO environnementales et sociales.....	95
C- La <i>Global Reporting Initiative</i> (GRI).....	100
1- Positionnement normatif de la GRI	100
2- L'utilité d'une fusion des référentiels IFRS et US GAAP avec la GRI.....	104
Conclusion du chapitre 1	105

Chapitre 2 : Les cadres juridiques européens et nationaux garants de la transparence de l'information sociale et environnementale dans les documents comptables et financiers	106
I- Les sources européennes.....	107
A- Les normes élaborées et pilotées par la Commission européenne	107
1. Le cadre général	107
2. La prise en compte spécifique de l'évaluation des dépenses environnementales	111
B- Les sources européennes d'application volontaire.....	112
II- Les sources normatives d'origine nationale	113
A- Le rapport de gestion.....	113
1. Les cadres juridiques de l'intégration des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion.....	114
2. L'analyse critique de la diffusion des données environnementales et sociales dans le rapport de gestion.....	117
3. Le contrôle des données environnementales et sociales contenues dans le rapport de gestion	118
B- Le rapport sur le contrôle interne	122
C- Le document relatif à l'évaluation des risques pour la santé et la sécurité des travailleurs dans l'entreprise (document unique)	124
1. Cadre normatif.....	124
2. Forme et contenu du document unique	125
3. Consultation du document.....	125
4. Sanctions	126
D-Le bilan social	127
1. Cadre juridique	127
2. Contenu informationnel.....	128
3. Sanctions en cas de non-publication	130
E- Elaboration d'un bilan environnemental en situation de procédures collectives	130
F- L'affaire Rhodia, le contre-exemple de l'importance du reporting environnemental	132
Conclusion du chapitre 2	132
Conclusion de la deuxième partie	133
Troisième partie : La protection de l'information financière	134
Chapitre 1 : La notion d'abus de marché	135
I- La détection et la sanction des abus de marché : déterminant essentiel de la confiance des investisseurs	136
II- La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)	137
A. Les concepts clés retenus de la directive 203/6/CE	138
B. Examen des travaux préparatoires conduisant à l'élaboration de la directive « abus de marché »	139
1. Le rapport Lamfalussy	139
2. Avis consultatif sollicités par le Conseil de l'Union européenne	140
a. Avis de la Banque centrale européenne (BCE)	140
b. Avis du Comité économique et social de l'Union européenne	141
3. Analyse des amendements en première lecture proposés par le Parlement européen et des avis du Conseil de l'Union européenne.....	142
4. Avis de la Commission européenne sur les amendements relatifs au projet de recommandation pour la deuxième lecture	144

III- Le règlement CE n° 2272/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers	145
IV- La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché	146
Conclusion du chapitre 1	147
Chapitre 2 : L'information privilégiée	148
Section 1 : Approche juridique du concept d'information privilégiée	149
I- Définition et spécificité du concept d'information privilégiée	149
A. Une information précise et certaine	150
B. Une information sensible	152
C. Une information objective et confidentielle entraînant une obligation d'abstention	153
II- La protection de l'information privilégiée dans le cadre de la procédure de « data room »	156
A. Définition de la procédure de « data room »	156
B. Mise en œuvre de la procédure de « data room »	157
C. La procédure de « data room » soulève la question du fonctionnement réel des marchés financiers	158
Section 2 : Le dualisme des sanctions de l'utilisation d'informations privilégiées	159
I- Genèse du délit d'initié par l'utilisation d'informations privilégiées	159
A. Détermination de la qualité d'initié	159
1. Les initiés primaires	160
2. Les initiés secondaires	160
3. Les initiés tertiaires	161
4. Dispense de déclaration des listes d'initiés à la CNIL	162
B. Comportements répréhensibles	162
1. Prise en compte de la matérialité de l'acte délictuel	162
2. Détermination de l'intentionnalité conduisant au délit d'initié	163
C. Sanctions du délit d'initié	163
II- La diffusion d'une information privilégiée contrevenant à une obligation d'abstention constitue un manquement administratif	166
A. Champ d'application du manquement d'initié	166
B. Preuves du manquement d'initié	168
C. Sanctions relatives au manquement d'initié	170
1. Les sanctions disciplinaires	170
2. Les sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF	171
Conclusion du chapitre 2	172
Chapitre 3 : L'information manipulée et faussée	174
Section 1 : La lutte contre la diffusion de fausses informations	175
I- Etat du droit positif en matière de détermination de fausses informations	176
A. Sources normatives	176
B. Élément matériel du délit de diffusion de fausses informations	177
1. Informations de nature à induire en erreur	177
2. Informations ambiguës, imprécises et incomplètes	177
3. Informations diffusées par le dirigeant auprès du public	178

4. Informations diffusées par la presse	178
5. Choix du support de diffusion	179
C. Elément moral du délit de diffusion de fausse information	179
II- Les sanctions relatives à la diffusion de fausses informations	181
A. Sanctions pénales	181
B. Sanctions civiles	182
C. Sanctions administratives	183
D. Sanctions disciplinaires	184
III- L'action des lanceurs d'alerte contre la diffusion de fausses informations	185
A. Le rôle des auditeurs externes dans la quête du passage de la « vérité de fait » à la « vérité de raison »	185
B. Les salariés et la mission d'interprétation des informations cachées	188
Section 2 : Les procédés de manipulation de marché ou de cours	192
I- Examen du cadre normatif applicable aux manipulations de marché	193
A. Dispositif normatif	193
B. Elément matériel	194
C. Elément moral	196
II- Les sanctions relatives à la manipulation de cours	196
III- L'incomplétude de l'action des lanceurs d'alerte face à l'immatérialité de la propagation des informations manipulées	199
A. Le lanceur d'alerte, un « spectateur engagé » au service de l'intérêt général	200
B. L'affaire Vivendi Universal, de la manipulation à la diffusion d'informations inexactes	201
Section 3 : Le cas spécifique du <i>scalping</i> : entre délit d'initié et délit de diffusion de fausses informations	203
Conclusion du chapitre 3	204
Chapitre 4 : L'action de l'Autorité des marchés financiers face au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France	205
I- Alertes relatives au démarchage et à la publicité concernant les produits financiers interdits en France	206
A. Le cadre juridique de la réglementation du démarchage	206
B. Sanctions relatives à la réglementation du démarchage	207
C. Analyse des mécanismes techniques conduisant à la vigilance de l'AMF	208
II- Alertes relatives aux propositions d'investissement irrégulières et potentiellement trompeuses	209
A. La nature des sanctions pénales, civiles et administratives relatives à la diffusion d'informations inexactes ou potentiellement trompeuses	209
B. Examen des situations conduisant à des procédés de mise en garde	210
1. Placement <i>off shore</i>	210
2. La « filière nigériane »	210
3. les rendements irréalistes	211
4. L'offre de parts de collections d'œuvres d'art	212
5. L'utilisation de passeports contrefaits	212
III- Alertes relatives aux propositions d'investissement par appel public	212
A. Réglementation de l'appel public	212
B. Exposé des mises en garde de l'AMF	213
Conclusion du chapitre 4	216
Conclusion la troisième partie	218
Conclusion générale	218

Sources bibliographiques	219
--------------------------------	-----

Manuel de droit de l'information financière

Le Contenu du manuel

Le développement d'un droit autonome de l'information financière constitue à la fois un enjeu académique et pratique. Source inépuisable d'alimentation du droit des sociétés commerciales et du droit des marchés financiers, l'information comptable et financière mérite d'être traitée à égale distance de ces deux disciplines tant son influence est patente sur les crises financières. **L'information financière élaborée et diffusée par les professionnels du chiffre constitue le socle de la confiance.** L'information financière et comptable a besoin de règles pour que les mots aient un sens que les chiffres valident. Ces règles normatives puisent leur origine technique dans la volonté des législateurs européens et nationaux de garantir la transparence des informations financières et comptables délivrées. Au cœur du processus de production et de diffusion, elles garantissent aux utilisateurs égalité de traitement et équité d'accès à l'information.

Cet ouvrage a pour but de défendre l'idée que dans des sociétés hypermédiatisées, la vélocité des informations diffusées rend précaire et fragile toutes décisions si la source d'alimentation n'est pas saine. L'information financière se doit alors d'être considérée, perçue et élaborée comme un bien public et non un instrument de pouvoir manipulateur. Pour y parvenir, la genèse d'une discipline juridique autonome « le droit de l'information financière » en constitue un préalable.

Le sommaire

L'élaboration de l'information financière

- La transparence de l'information financière
- La réglementation de l'information comptable et financière
- La qualité de l'information comptable et financière

La place des informations environnementales et sociales dans les documents financiers

- L'intégration progressive de l'information environnementale et sociale par les acteurs économiques et financiers
- Les cadres juridiques européens et nationaux garants de la transparence de l'information sociale et environnementale dans les documents comptables et financiers

La protection de l'information financière

- La notion d'abus de marché
- L'information privilégiée
- L'information manipulée et faussée
- L'action de l'Autorité des marchés financiers face au démarchage et à la publicité concernant des produits financiers interdits en France

Une présentation synthétique des règles du droit de l'information financière avec la jurisprudence la plus récente ainsi que les textes législatifs et réglementaires à connaître.

L'auteur

Frédéric Compin – Docteur en droit-EHESS, docteur en sciences de gestion-CNAM, agrégé d'économie et gestion, ancien élève de l'Ecole Nationale des Impôts, diplômé d'études supérieures comptables et financières – est professeur en classe préparatoire au diplôme de comptabilité et de gestion au lycée Robert Doisneau de Corbeil-Essonnes.

Le public

- Etudiants en master de droit
- Etudiants des cursus universitaires de gestion
- Etudiants des écoles de commerce et de gestion des entreprises
- Professionnels des milieux comptables, financiers et boursiers
- Citoyens intéressés par l'information financière