



LABRADOR
LE BLOG

Sélection des billets du blog

2014-2015

Morceaux choisis



LABRADOR
LA COMMUNICATION RÉGLEMENTÉE



LABRADOR

LE BLOG

La transparence créatrice de confiance en l'entreprise

Commentateur assidu de l'information réglementée depuis 8 ans, le blog Labrador constitue un baromètre fiable de l'ampleur de l'évolution des bonnes pratiques des sociétés françaises. Un constat qu'appuient d'ailleurs les résultats de la sixième édition des Grands Prix de la Transparence :

- Les études Transparence que nous menons pour décerner les Grands Prix sont de plus en plus poussées (de 44 critères à l'origine à 127 critères étudiés en 2015).*
- Pour chaque édition des Grands Prix, nous demandons à des non-spécialistes de rechercher 15 informations dans le document de référence. En 2010, cette recherche prenait 22 minutes, contre 6 seulement en 2015 : belle progression !*
- Les bonnes pratiques sont de plus en plus respectées et l'écart entre les moins bons et les meilleurs élèves ne cesse de se réduire, et ce pour chacun des 4 piliers constitutifs de la transparence définis par Labrador avec le concours du régulateur et des lecteurs : accessibilité, précision, comparabilité et disponibilité.*

Ces progrès vers une information d'entreprise toujours plus transparente sont la conséquence du travail important et minutieux effectué par le régulateur durant des années, pour atteindre aujourd'hui une certaine maturité en matière d'information réglementée. C'est sur ce socle réglementaire stable que les émetteurs ont pu bâtir une information plus claire et plus performante, en transformant un cadre réglementaire contraignant en levier de création de valeur pour l'entreprise. Malgré ce constat enthousiasmant, des progrès doivent encore être faits dans l'intérêt des entreprises.

Nous avons identifié 5 leviers de performance clés dans le traitement de l'information :

- La recherche de pertinence et l'élimination de toute information inutile.*
- La volonté de cohérence, non seulement au sein d'un même document, mais également entre les documents, de manière pérenne.*
- L'amélioration de la rédaction, qui rend le texte non seulement plus clair, mais également plus court (moins 15 % de volume de texte), favorisant ainsi une traduction plus efficace et moins onéreuse.*
- L'introduction de la communication par la preuve qui remplacera progressivement la communication corporate déclarative.*
- L'intégration de l'information extra-financière à la stratégie de l'entreprise, et donc à l'information financière.*

Ces prochaines étapes seront essentielles dans la diffusion au plus grand nombre et dans la confiance que les entreprises généreront, facteur essentiel de la création de valeur. C'est donc naturellement que nous attacherons une attention toute particulière dans nos prochains billets à ces défis d'avenir pour l'information des entreprises.

LAURENT ROUYRÈS
Président de Labrador



SOMMAIRE

1	RÉGULATION, SUPERVISION ET MARCHÉ	5
	Général	6
	Réglementation	16
	Supervision et sanctions	24
2	COMMUNICATION FINANCIÈRE	39
	Information périodique et permanente	40
	Bonnes pratiques	44
	Audit et comptabilité	46
3	GOUVERNANCE	59
	Général	60
	Conseil d'administration, actionnaires et assemblées	69
4	RESPONSABILITÉ SOCIALE ET ENVIRONNEMENTALE	77

RÉGULATION, SUPERVISION ET MARCHÉ

Général 6

- La petite leçon de transparence de l'affaire Europacorp 6
- « La bourse, miroir ou mirage ? » 8
- Le calcul du préjudice de l'actionnaire fait sa révolution 10
- L'union des marchés de capitaux, ça commence maintenant ! 12
- AMF : le *profit warning* suppose-t-il la publication d'objectifs ? 14

Réglementation 16

- L'AMF encourage la simplification des annexes 16
- Connaissez-vous les *backdoor listings* ? 18
- Europe financière : il est temps de passer aux choses sérieuses ! 20
- *Ne bis in idem* étendu à tous les délits boursiers ! 22

Supervision et sanctions 24

- Répression des abus de marché, l'heure des grandes manœuvres a sonné ! 24
- Fausse information, initié, liquidation... 26
- La double répression des abus de marché vole en éclats 28
- AMF : une acquisition stratégique doit être communiquée dès que possible ! 30
- Délit d'initié : les doubles poursuites, c'est vraiment fini ! 32
- AMF : Un résultat fortement déficitaire impose un *profit warning* 33
- L'AMF redessine les contours de son pouvoir de sanction 35
- L'AMF inflige à un patron initié une sanction de 1 million 37

Général

La petite leçon de transparence de l'affaire Europacorp

Billet du blog du 20/11/2014

Quand on sait que ses résultats seront négatifs, il faut le dire et ne pas se contenter d'indiquer dans un communiqué qu'on s'attend à une « *marge opérationnelle particulièrement réduite* ». C'est la leçon de communication financière que vient de donner la commission des sanctions de l'AMF à l'occasion de l'examen du dossier Europacorp, la société de production du réalisateur Luc Besson. Dans une décision ⁽¹⁾ du 27 octobre dernier rendue à propos de la communication financière du groupe en 2010, la commission des sanctions note en effet qu'au moment du communiqué relatif à la « *marge opérationnelle réduite* » publié en avril 2010, la société « *anticipait d'ores et déjà un résultat opérationnel et un résultat net négatifs, au même titre qu'elle anticipait que la marge opérationnelle, avant frais généraux, serait particulièrement réduite* ».

► Soigner la rédaction des annexes

Le problème, c'est que la société n'a pas jugé bon de fournir toute l'information : « *qu'en choisissant de communiquer sur la prévision de marge opérationnelle, en la qualifiant de "particulièrement réduite", et en omettant d'annoncer des résultats annuels prévisionnels, opérationnel et net, négatifs, la société n'a pas mis en mesure le public de comprendre la réalité de la dégradation de sa situation financière* ». L'AMF a considéré que l'information diffusée dans ce communiqué n'était pas sincère. Plus inédit, il était également reproché à Europacorp la mauvaise formulation d'une règle comptable dans les annexes. En effet, la description de la règle de dépréciation des frais préliminaires afférents aux projets de films donnait l'impression qu'elle était objective alors que, selon l'AMF, « *la décision prise de maintenir ou non le projet était une décision discrétionnaire de la direction* ». Pour ces deux fautes, la société Europacorp est sanctionnée à hauteur de 200 000 euros. En revanche, la société a été mise hors de cause s'agissant de deux autres accusations relatives à des dépréciations jugées insuffisantes par les services d'enquête de l'AMF.

(1) La décision Europacorp et sociétés X et Y du 27 octobre 2014 est accessible en ligne sur le site www.amf-france.org rubrique Sanctions et transaction.

▣ Informations chiffrées et non chiffrées

Les deux cabinets auditant la société étaient également poursuivis dans le même dossier pour avoir certifié les comptes malgré l'imprécision de la rédaction de la règle comptable ainsi que pour les deux dépréciations. L'ambition du collège, en décidant de poursuivre les auditeurs, était d'obtenir une sanction exemplaire punissant l'insuffisance de documentation des dossiers de contrôle (sur le volet dépréciations) et, s'agissant de la mauvaise rédaction de la norme comptable, de faire dire à la commission que les auditeurs étaient responsables non seulement des informations chiffrées, mais aussi des informations non chiffrées contenues dans les comptes. La commission des sanctions a refusé de suivre le collège sur ce terrain. En ce qui concerne les dépréciations, les auditeurs ont été mis hors de cause au même titre que la société, la commission estimant qu'il n'y avait pas eu de faute de traitement comptable. Quant à la mauvaise rédaction de la règle comptable dans les annexes, elle a estimé que si la société était fautive, on ne pouvait en revanche rien reprocher aux auditeurs : *« qu'il importe alors peu que les montants visés soient considérés comme significatifs, dès lors qu'aucun impact sur les comptes n'est ni indiqué ni retenu et que ces montants ne sont allégués que pour sous-tendre la démonstration selon laquelle la rédaction de l'annexe aurait été imprécise ; que, dès lors, le fait d'avoir certifié les comptes consolidés de l'exercice 2008/2009 d'Europacorp qui comprennent une règle comptable qui n'est pas correctement décrite, ne saurait s'analyser en l'espèce en la communication par les commissaires aux comptes, et eu égard à leur mission, d'informations « inexactes » ou « imprécises » au sens de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF ».*

Voilà donc une affaire qui donne une belle leçon de transparence tant au niveau des communiqués de presse que des annexes. À bon entendeur...

« La bourse, miroir ou mirage ? »

Billet du blog du 26/11/2014

Jean-Paul Pierret, ex-directeur de la stratégie d'investissement chez Dexia Securities et Président de la Commission des Émetteurs de la SFAF, publie en janvier prochain un ouvrage intitulé « L'entreprise à l'épreuve de la bourse, miroir ou mirage ? » (Éditions Enfortas). Pour cet analyste qui a 45 ans d'expérience, la bourse est un miroir exigeant. Nous lui avons demandé ce qu'il pensait de l'évolution de l'information financière, cette image produite par l'entreprise qui participe de son reflet dans le miroir...

► Dans votre livre vous racontez l'introduction de Bic en bourse et la crainte du président du groupe à l'époque de livrer trop d'informations à ses concurrents. Cette réticence on la connaît encore aujourd'hui à l'ère de la transparence...

Je me souviens en effet des réticences de Bic pas seulement d'ailleurs pour livrer une information financière, mais même pour faire visiter ses usines. Et pour cause, certains procédés de fabrication, notamment pour produire les fameuses billes de ses stylos, devaient demeurer secrets. Il en allait de même dans nombre d'entreprises. Un jour, le patron du fabricant de moteurs Leroy-Somer m'avait raconté que, jeune ingénieur, il avait été appelé pour changer un moteur de machine chez Michelin. Quand il était arrivé, la machine était enveloppée d'un drap et il avait changé son moteur comme un chirurgien pratiquant une opération, on avait seulement ménagé un trou pour le laisser faire son travail, mais sans qu'il voie l'ensemble de la machine. Ces réticences demeurent encore, c'est toute la difficulté qui consiste à se faire une opinion sur une entreprise, sachant qu'on ne dispose pas toujours de toutes les informations.

► L'information financière n'a cessé d'évoluer ces dernières années. Qu'en pensez-vous ?

J'ai commencé le métier en 68, les premiers décrets imposant une information minimum sont sortis en 59 et 65, c'était donc les débuts. Les exigences étaient très rudimentaires : on demandait aux entreprises de publier un bilan, un tableau des filiales et leur chiffre d'affaires. Ce qui manquait le plus, c'était la consolidation. Quel est l'intérêt de connaître les résultats de la maison mère si 90 % des bénéfices sont réalisés dans les filiales ? Alors nous faisions ce que nous pouvions pour additionner le chiffre d'affaires des filiales, c'était évidemment très approximatif. Il faut se souvenir que les premiers rapports annuels contenaient le bilan et quatre pages de commentaires signés par le conseil d'administration sur l'activité et la conjoncture. À l'époque, je travaillais à la Société Générale, un jour j'ai interrogé le président d'une société de sidérurgie sur ses perspectives, il s'était plaint à la banque : dites à votre analyste de contacter la chambre syndicale s'il veut des informations sur le secteur. Cela fait déjà une bonne vingtaine d'années que l'information financière réglementée a atteint la maturité, sous l'influence du modèle américain puis des réglementations européennes. L'arrivée d'Internet par ailleurs a facilité l'accès aux données. Puis sont venues les normes IFRS qui ont encore fait évoluer l'information financière.

► **Parlons des IFRS justement. L'IASB prétend agir pour les analystes, en utilisant notamment la valeur de marché qui est censée leur parler davantage que le coût historique. Est-ce ainsi que vous percevez les choses ?**

Je crois surtout que les comptables ont voulu à un moment se lancer dans l'évaluation et qu'ils nous ont emprunté nos outils, à commencer par la valeur de marché. L'ennui, c'est que lorsque chaque ligne du bilan est en valeur de marché, le bilan bouge comme le marché, ce qui n'est pas toujours justifié. Quel est l'intérêt d'évaluer en permanence une usine ou un terrain ? Michel Pebereau a raison de mettre en garde contre ce travers et les conséquences procycliques de ce type de comptabilité. Pour les analystes, l'essentiel c'est que l'information soit disponible qu'elle soit exacte et que rien ne soit dissimulé. Ensuite nous faisons nos retraitements.

► **L'AMF incite à l'heure actuelle les entreprises à simplifier leurs annexes. Plus généralement, on a le sentiment d'arriver au bout des exigences de publications d'information et qu'un mouvement de tri par pertinence commence à émerger...**

C'est évidemment une bonne chose. Il est inutile d'encombrer les documents de référence avec des paragraphes entiers qui ne concernent pas directement l'entreprise, n'apportent rien, mais donnent le sentiment à l'émetteur qu'il a bien mis tout ce qu'on lui demandait de mettre. L'essentiel, en tout cas pour les analystes, c'est de disposer des données permettant de comprendre la chaîne de valeur qui fait qu'à partir de matières premières et d'intelligence on va développer un produit ou un service et en quoi ce produit ou ce service va être compétitif.

► **Et que pensez-vous de l'intérêt pour les données extra-financières ?**

Au début, nous étions dubitatifs, mais cette information a su démontrer son utilité. Au fond, l'information extra-financière c'est l'énumération des facteurs qui font que l'entreprise sera encore là dans 10 ans parce qu'elle a su tisser des liens avec ses divers environnements.

Le calcul du préjudice de l'actionnaire fait sa révolution

Billet du blog du 21/01/2015

Marionnaud, Sidel, Regina Rubens, autant d'affaires qui ont participé en France à l'élaboration d'une jurisprudence sur l'indemnisation de l'actionnaire s'estimant victime d'une fausse information financière. À l'heure actuelle, les tribunaux acceptent d'indemniser les investisseurs au titre de la perte de chance et accordent généralement un montant forfaitaire de 10 euros par actions à ceux qui ont acquis, vendu ou conservé leurs titres dans la période où la société concernée a communiqué de fausses informations sur sa situation financière. Alors que quelques dossiers emblématiques du début des années 2 000 sont encore en cours d'examen devant la justice, tels que Vivendi et Altran, certains s'interrogent sur la pertinence de la méthode actuelle d'indemnisation...

► Une nouvelle approche du préjudice

C'est ainsi que l'an dernier le Club des juristes – un très sélect *think tank* rassemblant la fine fleur des juristes français – s'est emparé du sujet. Son ambition ? Analyser attentivement les décisions de justice ayant prononcé des indemnisations et voir s'il n'y aurait pas moyen d'améliorer la méthode utilisée. On dit que c'est l'affaire Vivendi jugée en appel en décembre 2013 qui aurait inspiré cette démarche. L'objectif est de renforcer l'attractivité de la place de Paris en développant un système clair et efficace d'indemnisation. Au final, le rapport publié ⁽¹⁾ il y a quelques semaines énonce 10 propositions de nature à révolutionner l'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en France. Le groupe de travail commence par circonscrire étroitement le périmètre du préjudice indemnisable. « *Seules les acquisitions ou cessions de titres effectuées par les investisseurs entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné peuvent être la source d'un préjudice réparable* » note le rapport. Exit le préjudice de conservation, pourtant indemnisable à l'heure actuelle. Pourquoi une telle restriction ? « *La Commission estime qu'il n'y a pas de préjudice de conservation et de non-acquisition, répondent les auteurs du rapport. Ils ne résultent pas directement de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse et apparaissent, en toute hypothèse, trop hypothétiques pour être réparables* ».

► Nouvelle méthode

Mais la vraie nouveauté réside dans la méthode. En lieu et place de l'indemnisation forfaitaire de 10 euros par action, le rapport propose « *une méthode rigoureuse d'évaluation du préjudice réparable devant les juridictions civiles, fondée sur une individualisation des préjudices subis et tenant compte de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers* ». De fait, le préjudice est défini dans la proposition numéro 2 comme « *la perte directement subie par chaque investisseur du fait de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse. Un tel préjudice consiste, par principe, dans la perte de valeur de l'investissement réalisé* ».

...

(1) Pour lire le rapport « *Préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées* » en intégralité : <http://www.leclubdesjuristes.com/les-publications>

- ... Et le rapport de préciser : « *L'investisseur peut en conséquence, s'il le souhaite et démontre son existence, obtenir réparation de la perte d'une opportunité spécifique d'investissement avant la diffusion d'informations erronées en lieu et place de la réparation de la perte de valeur de son investissement que les informations erronées ont entraînée pour lui* ».

► Recourir aux *event studies* américaines

Il s'agit de s'inspirer du modèle américain des *event studies*, ou études d'événements, pour calculer très précisément grâce à des outils statistiques sophistiqués l'impact sur le cours de bourse entraîné par la fausse information. Il suffit ensuite de rapporter le résultat obtenu au nombre d'actions détenues par l'actionnaire et à la durée de détention. Cela suppose, on l'aura compris, de recourir à un expert, ce qui risque de compliquer la tâche des petits actionnaires déjà bien en peine, faute d'actions collectives en France, de se réunir et de trouver les moyens nécessaires pour agir en indemnisation. À l'évidence, les auteurs du rapport ont davantage pensé aux gros investisseurs institutionnels étrangers qu'à la veuve de Carpentras. « *Introduire un effet vertueux via le recours à une méthode statistique fiable ne pourra que bénéficier à tous les investisseurs petits ou gros à terme* » tempère l'un des membres du groupe de travail.

Cette nouvelle approche ne nécessite pas de modification législative puisque l'indemnisation actuelle est une création jurisprudentielle. Il s'agit simplement de convaincre les juges d'adopter ce nouveau raisonnement, ce qui suppose qu'un avocat le plaide dans un dossier suffisamment important pour pouvoir engager des frais d'expertise et prendre le risque d'un raisonnement neuf... Affaire à suivre !

L'union des marchés de capitaux, ça commence maintenant !

Billet du blog du 05/03/2015

Faire le lien entre les investisseurs les épargnants et la croissance, tel est le but que s'est fixé la Commission européenne pour sortir de la crise. L'enjeu, selon Bruxelles : « *Si nos marchés du capital-risque étaient aussi profonds que ceux des États-Unis, 90 milliards d'euros de fonds auraient été disponibles entre 2008 et 2013 pour financer les entreprises. Si le niveau des titrisations de prêts aux PME pouvait regagner – en toute sécurité – ne serait-ce que la moitié du terrain qu'il a perdu par rapport à 2007, cela pourrait représenter quelque 20 milliards d'euros de financement supplémentaire* ». Pour cela, encore faut-il parvenir à édifier une véritable Union des marchés de capitaux en Europe. Une grande partie du chemin a été accomplie depuis que Bruxelles a lancé en 1999 le plan d'action pour les services financiers, mais il reste encore des améliorations à accomplir. C'est ainsi que la Commission a publié un Livre vert mi-février qui dresse le panorama des actions à mener. Celui-ci sert de base à une consultation ouverte jusqu'au 13 mai prochain. À vos stylos ! La consultation, qui compte 32 questions, est en ligne et en français.

► Simplifier le prospectus

Les principaux domaines sur lesquels le Livre vert compte se pencher sont :

- l'amélioration de l'accès au financement pour toutes les entreprises à travers l'Europe ainsi que pour les projets d'investissement, en particulier les startups, les PME et les projets à long terme ;
- l'accroissement et la diversification des sources de financement provenant d'investisseurs européens mais aussi mondiaux ; et
- l'amélioration du fonctionnement des marchés afin de rendre plus efficaces et efficients les contacts entre investisseurs et entités recherchant un financement, tant au sein des États membres qu'au niveau de l'ensemble de l'Union européenne.

Parmi les multiples sujets abordés dans le Livre vert, nous avons retenu pour vous deux thèmes qui nous intéressent particulièrement sur ce blog, le prospectus et la gouvernance.

Au titre des mesures immédiates, figure la réforme du prospectus. C'est en effet un passage obligé pour les entreprises qui veulent accéder aux marchés mais cela ne doit « *en aucun cas constituer un obstacle injustifié à l'accès aux marchés de capitaux* », estime la commission. Elle a donc décidé de réexaminer la réglementation en vigueur en matière de prospectus, dans le cadre d'une consultation publique spécifique lancée parallèlement au livre vert, afin que les entreprises (notamment les PME) puissent plus aisément lever des capitaux dans toute l'UE et pour donner un véritable élan aux « marchés pour la croissance des PME ». Ce réexamen portera sur :

- les circonstances dans lesquelles un prospectus est nécessaire ;
- la rationalisation des procédures d'agrément ;
- la simplification des informations à fournir dans les prospectus.

► Harmoniser la gouvernance ?

Le droit des sociétés est également au menu des réflexions, et en particulier la gouvernance. La commission note que s'il existe une législation européenne de la gouvernance, celle-ci reste néanmoins majoritairement du ressort des lois et normes nationales. Or, elle entend mettre l'accent sur protection des droits des actionnaires minoritaires car explique-t-elle cela « *augmente l'attrait des entreprises aux yeux des investisseurs étrangers, lesquels sont souvent des investisseurs minoritaires* ». Autre point d'attention, l'aptitude du conseil d'administration ou de surveillance à contrôler les dirigeants de l'entreprise. « *Les conseils d'administration et de surveillance protégeant les intérêts des investisseurs, leur bon fonctionnement et leur efficacité sont également essentiels pour attirer les investissements* ». L'une des questions posées dans la consultation est la suivante : *Quels sont les principaux obstacles à l'intégration des marchés des capitaux créés par le droit des sociétés, y compris sur le plan de la gouvernance d'entreprise ? Y a-t-il des mesures ciblées qui pourraient permettre de les surmonter ?*

La Commission organisera une conférence au cours de l'été 2015 pour clore la consultation. Un plan d'action sur l'union des marchés des capitaux sera publié dans le courant de l'année 2015. Il présentera les actions prioritaires nécessaires pour mettre en place, d'ici à 2019, « *les éléments constitutifs d'une union des marchés des capitaux intégrée, bien réglementée, transparente et liquide couvrant l'ensemble des 28 États membres de l'Union* ». Labrador va répondre à la consultation. Par ailleurs, nous vous ferons part des résultats.

AMF : le *profit warning* suppose-t-il la publication d'objectifs ?

Billet du blog du 26/03/2015

Faut-il avoir publié des objectifs et découvrir qu'on ne les tiendra pas pour être tenu de publier un *profit warning* ? C'est la question intéressante qui s'est posée vendredi dernier à la commission des sanctions de l'AMF. Celle-ci examinait le cas d'une petite société cotée liquidée (une de plus !) en 2013 à qui le gendarme boursier reproche aujourd'hui de n'avoir pas informé le marché suffisamment tôt du fait qu'elle allait connaître un « résultat fortement déficitaire » au titre de l'exercice 2012.

► Résultat « fortement déficitaire »

En 2010, cette société de rénovation de l'habitat individuel commence à subir une baisse de son chiffre d'affaires. La crise économique et le revirement du gouvernement concernant les mesures du Grenelle 2 ne sont pas étrangers à ces difficultés. Celles-ci culminent en 2012 au point que la société demande un mandat *ad hoc*. Finalement un accord avec les créanciers est entériné le 26 novembre suivant. La société est déclarée en cessation de paiements le 17 mai 2013, placée en redressement le 22 mai, et liquidée le 17 octobre. Ce que l'AMF reproche à cette entreprise et à son dirigeant fondateur, c'est de n'avoir pas informé le marché à compter du 1^{er} février 2012, date à laquelle l'information était connue, du fait qu'elle allait connaître sur l'année « un résultat fortement déficitaire ». Celle-ci s'est limitée en effet à publier le 14 février 2013 son chiffre d'affaires annuel de 151,2 millions d'euros, contre 151,4 l'année précédente, soit une très légère baisse. L'information sur la perte, qui s'établira finalement à 7 millions et non pas 5 comme estimé au 1^{er} février, n'a été publiée que le 28 mai, après des fuites dans la presse.

► Entre information inexacte et communication « dès que possible »

Cette affaire a été qualifiée de « grave » par le représentant du collège de l'AMF en séance qui a souligné que le titre a été suspendu le 13 mai et que la cotation n'a jamais repris, de sorte que les actionnaires se sont retrouvés « collés » avec leurs titres alors que s'ils avaient été informés du résultat « fortement déficitaire », ils auraient pu sortir même avec une forte décote. Comment publier une information incertaine au risque d'être poursuivi pour information inexacte, a plaidé la défense, rappelant que l'exercice 2012 n'avait jamais été arrêté et qu'au jour de la séance de sanction l'information n'était toujours pas connue avec exactitude. Le conseil de la société a également fait observer que la publication des semestriels en novembre 2012 avait déjà donné une indication au marché sur les pertes possibles, il suffisait de multiplier par deux le chiffre d'affaires et le résultat semestriels pour extrapoler sur l'année. Par ailleurs, le communiqué du 14 février suivant sur le chiffre d'affaires annuel avait entraîné une chute du cours témoignant de ce que les investisseurs avaient parfaitement anticipé le résultat déficitaire. Aussi et surtout, la société n'ayant jamais publié d'objectifs, comment lui reprocher de ne pas avoir fait de *profit warning* ? Pour mettre en garde sur une révision d'objectifs, encore faut-il qu'il y ait eu des objectifs communiqués au marché et susceptibles d'être révisés à la baisse. Pas de tout, ...

- ... rétorque le représentant du collègue. Pour lui, le fait qu'une société enregistre des pertes n'est jamais anodin. Quant à l'avertissement sur résultat, il n'est pas conditionné par des prévisions, mais s'impose en particulier en cas de résultat déficitaire.

► Occasion périodique...

On notera au passage que l'AMF aurait pu poursuivre également la société pour n'avoir pas informé le marché de sa situation de trésorerie. Le représentant du collègue a expliqué que l'AMF avait considéré sur ce point précis que la dérogation à l'obligation de publier une information dès lors que cette publication risque d'aggraver la situation de l'entreprise avait vocation à s'appliquer au cas d'espèce. Pour l'AMF, en effet, publier des informations relatives à des difficultés de trésorerie peut être dangereux tandis que la publication du résultat en revanche est risquée mais indispensable. La commission des sanctions rendra sa décision d'ici un mois. Il sera intéressant de voir comment elle analyse les questions soulevées ici en matière de *profit warning*. C'est la cinquième affaire jugée par la Commission des sanctions de l'AMF sur ce sujet depuis 2009. À chaque fois, celle-ci a fait preuve d'une grande sévérité. Il semble donc que les entreprises doivent faire preuve d'une vigilance toute particulière sur ce sujet. À bon entendeur...

Réglementation

L'AMF encourage la simplification des annexes

Billet du blog du 16/10/2014

La lisibilité des annexes aux comptes consolidés est une question qui mobilise à l'heure actuelle l'IASB mais aussi des régulateurs boursiers. Ainsi, l'AMF depuis plusieurs années encourage les entreprises dans ses recommandations en vue de l'arrêté des comptes à se concentrer sur l'information pertinente. Une démarche qui est en train de faire école parmi les régulateurs européens. En France, Valeo et Orange montrent l'exemple en repensant leurs annexes pour les rendre plus lisibles. Patrick Parent, directeur des affaires comptables de l'AMF, nous explique pourquoi l'AMF encourage le développement de ces bonnes pratiques.

► Lors d'un petit-déjeuner débat organisé le 30 septembre dernier par IMA France vous êtes intervenu pour encourager les groupes cotés à suivre l'exemple de Valeo qui vient de mener un chantier de simplification de ses annexes. Pourquoi ?

Depuis plusieurs années, dans nos recommandations en vue de l'arrêté des comptes, nous avons indiqué qu'il était souhaitable que les entreprises se concentrent sur l'information pertinente pour la compréhension de leur situation financière. Les initiatives en ce sens tardent à émerger. C'est pourquoi lorsque Valeo nous a présenté son projet visant à rendre ses annexes 2013 plus lisibles et, lorsque nous avons vu le résultat, nous avons été très réceptifs. L'entreprise a été félicitée par les analystes pour son travail consistant à rationaliser la présentation de ses annexes. Nous soutenons ce type de démarche et estimons qu'il faut encourager les sociétés cotées à suivre cet exemple.

► **Valeo précise qu'aucune information n'a été supprimée, le travail a consisté uniquement à revoir la forme des annexes pour supprimer les doublons et les rendre plus lisibles...**

En effet et c'est déjà une avancée notable. Les modifications essentielles effectuées par Valeo ont consisté d'une part, à présenter ses annexes par grandes thématiques, ce qui a abouti à 14 rubriques au lieu de 7 auparavant et, d'autre part, à indiquer les principes comptables non pas dans une partie spécifique mais à l'intérieur de chaque rubrique. La société Orange a également engagé un chantier similaire.

► **Les régulateurs eux-mêmes sont-ils prêts à autoriser les entreprises à supprimer des informations de leur communication financière ?**

Les émetteurs, s'ils suppriment une information d'une année sur l'autre s'exposent en effet aux questions de leurs auditeurs ainsi que des régulateurs. De fait, il est tentant de maintenir les informations, même si, à la suite d'un changement total de problématique ou de contexte, elles ne présentent plus d'intérêt. L'AMF encourage la lisibilité des comptes et la pertinence de l'information publiée. C'est un sujet sur lequel nous travaillons depuis quelque temps entre régulateurs européens et internationaux. Certains régulateurs étaient encore l'an dernier farouchement opposés à l'idée de communiquer sur le fait que des informations non pertinentes ou non significatives n'avaient pas à figurer en annexes. Le choix des informations pertinentes relève de la responsabilité des dirigeants de l'entreprise. Cela étant, les choses évoluent, un consensus a été trouvé au niveau européen et l'ESMA devrait prochainement insister sur la notion de pertinence des informations à faire figurer en annexe.

► **L'IASB, qui réfléchit à la simplification des annexes, ne semble guère enclin à supprimer des exigences d'information, les régulateurs sont réticents aussi, comment espérer que les entreprises prennent un risque que les normalisateurs et les superviseurs refusent de partager ?**

Si l'on veut faire évoluer les annexes pour les rendre plus lisibles et pertinentes, il va falloir, en effet, que tout le monde accepte de prendre des risques. Les émetteurs bien sûr, mais pas seulement. Ainsi, les auditeurs vont sans doute devoir réviser leurs méthodes de travail. Quant à nous, régulateurs, si nous ne voulons pas apparaître comme un frein, nous allons devoir modifier notre approche de revue de l'information. À l'AMF, nous expérimentons déjà cette voie avec les valeurs moyennes. Nous essayons d'être cohérents et de montrer l'exemple. Ainsi, dans nos commentaires adressés à ces sociétés sur leurs comptes, au lieu de faire une liste exhaustive d'observations, lorsque cela trouve à s'appliquer nous extrayons désormais les quelques points essentiels dont nous estimons qu'ils devront être modifiés et que nous présentons dans un encadré. Par ailleurs, nous complétons le cas échéant par un nombre limité de pistes d'amélioration ou de réflexion pour les années à venir qui sont clairement présentées en dehors de l'encadré que je viens d'évoquer. L'objectif est de mettre nous-mêmes en pratique notre recommandation visant à sélectionner l'information pertinente afin de ne pas noyer le dirigeant de la société, à qui est destiné notre courrier, dans un niveau de détail masquant l'essentiel.

Connaissez-vous les *backdoor listings* ?

Billet du blog du 06/11/2014

Le 30 octobre, Labrador a représenté la France lors d'une conférence organisée par l'OCDE et l'Autorité de surveillance indonésienne des marchés financiers, sur le thème de la transparence des *backdoor listings*. Véronique Bruneau-Baillard, directrice de Labrador Conseil et spécialiste des questions de gouvernance, y était. Elle nous explique ce que recouvre cette pratique inconnue en France et les exigences de transparence spécifiques qui s'y attachent.

► **On a beau chercher sur Internet on ne trouve aucune information en français sur le *backdoor listing*. Le nom lui-même ne sonne pas très transparent, de quoi s'agit-il et pourquoi est-ce inconnu chez nous ?**

Le *backdoor listing* (dont la traduction française est *reverse IPO* !), consiste pour une société qui souhaite se coter mais qui en est empêchée pour différentes raisons – organes de gouvernance inadaptés, difficultés d'attirer des investisseurs – d'utiliser une société déjà cotée. La pratique est installée en Australie, à Hong Kong et en Suède pour citer quelques exemples. Si l'Indonésie a souhaité organiser ce colloque avec l'OCDE, c'est qu'elle s'attend à une « vague » de *backdoor listing*. Il s'agissait donc de faire le point sur le régime de ces opérations au regard des exigences de transparence financière et de gouvernance. Ces opérations n'existent pas vraiment en France. L'une des explications peut être l'existence d'Alternext, qui permet de coter une société avec des règles plus souples qu'Euronext.

► **Le *backdoor listing* semble susceptible d'être utilisé de façon frauduleuse...**

En effet. Il y eu notamment une vague de sociétés chinoises fin des années 90 et début des années 2000 qui ont utilisé ce procédé pour se faire coter aux États-Unis. Prenons l'exemple de l'une d'entre elle, China MediaExpress, qui d'ailleurs a été retirée de la côte 2 ans après son introduction sur le marché américain, suite à la découverte d'un certain nombre de pratiques frauduleuses. Ainsi, la société qui avait indiqué dans son rapport annuel disposer 57 millions de dollars de cash n'avait en fait que 141 000 dollars de liquidités. Les commissaires aux comptes, un réseau international, ont refusé de coopérer avec le gendarme boursier américain en invoquant le principe de la territorialité et en refusant de divulguer les documents qui se trouvaient sur le sol chinois. Finalement, la *Securities and Exchange Commission* a signé un accord avec le régulateur chinois qui lui a permis de poursuivre ses investigations et de mettre ainsi les sociétés chinoises sous pression.

► Que faut-il surveiller pour s'assurer qu'un *backdoor listing* est correct ?

Dans ce type d'opération, ce qu'il faut comprendre c'est que la société initiale peut soudain changer totalement d'objet social. Ainsi, par exemple, en tant qu'actionnaire vous avez investi dans une société de construction et voilà que la société dont vous détenez des parts se retrouve spécialisée dans les cosmétiques par l'effet d'une opération de *backdoor listing* ! Il est donc particulièrement important de veiller aux droits des actionnaires en étant le plus transparent possible et leur donnant le maximum d'informations sur l'opération envisagée. Le retour d'expérience lors de la conférence a mis en évidence la nécessité de faire réaliser un rapport de due diligence exhaustif par un expert indépendant, de mobiliser les commissaires aux comptes sur l'authenticité des comptes de la société, mais également le comité d'audit et plus généralement les administrateurs en particuliers les indépendants. Ce n'est pas une opération ordinaire mais une opération d'opportunité. D'où l'exigence d'une vigilance toute particulière. Le rôle de l'Autorité de surveillance des marchés financier, quel que soit le pays, est bien évidemment toujours essentiel.

Europe financière : il est temps de passer aux choses sérieuses !

Billet du blog du 28/05/2015

Jusqu'ici, l'Europe s'est employée à soigner les dommages occasionnés au système financier par la crise des subprimes, il est temps désormais de construire l'avenir du financement des entreprises. Celui-ci évolue naturellement vers une plus grande place des marchés, il suffit d'accompagner ce mouvement d'un point de vue réglementaire, non pas dans l'objectif d'aboutir au « tout marché » mais en trouvant le juste équilibre entre les différentes sources de financement. Tel est en substance le message que porte la France à Bruxelles dans le cadre du projet d'Union des marchés de capitaux en cours d'élaboration. L'AMF a répondu le 13 mai à la consultation de la Commission européenne et le collège a eu en outre l'occasion jeudi dernier de présenter sa position à Lord Hill, commissaire européen à la stabilité financière, en visite à Paris.

► Donner du pouvoir à l'ESMA

Évidemment, le sujet est très dense, mais on peut néanmoins dégager quelques lignes de force correspondant aux sujets qui nous intéressent chez Labrador. S'agissant du cadre général et de la méthode, l'AMF estime que l'union des marchés de capitaux ne doit pas aboutir à une unification ou une concentration des marchés mais à la convergence des règles afin d'assurer une concurrence saine entre les marchés et de garantir leur stabilité. Éviter la concentration, cela signifie notamment en pratique permettre aux PME d'accéder à des marchés locaux diversifiés et efficaces. Dans le même ordre d'idée l'une des convictions fortes défendues par l'AMF, c'est le rôle croissant que doit pouvoir jouer l'ESMA dans la supervision des marchés. L'organisme édicte des règles, il est aussi habilité à exercer une surveillance sur les acteurs. S'il a beaucoup fait usage de la première faculté, il est temps désormais qu'il utilise aussi la seconde. Il est en effet capital aux yeux de l'AMF d'éviter que 28 superviseurs appliquent de 28 manières différentes les règles uniques édictées par Bruxelles. Une situation qu'illustrent aujourd'hui très concrètement les homologations discutables accordées par le régulateur chypriote à des sociétés qui inondent ensuite les sites Internet d'offres de *trading* en ligne aux particuliers sur des produits très risqués comme le Forex.

► Simplifier pour améliorer la transparence

Autre conviction du régulateur français, cette fois sur le fond, il est capital de rendre la confiance aux investisseurs en garantissant la transparence et la liquidité des marchés. Dans cet objectif, l'AMF propose de créer une base consolidée sur les transactions financières, sous la forme d'un service public européen. L'idée consiste à prendre acte du fait que les directives européennes ont multiplié les obligations de *reporting* en cascade et qu'il est temps d'améliorer la qualité de ces informations et de mutualiser les efforts des régulateurs pour la traiter. Toujours au chapitre de la transparence et dans la mesure où une consultation parallèle porte sur le prospectus, l'AMF plaide pour une information lisible et simplifiée qui se décline en 3 axes :

- pour les émetteurs réguliers, il serait possible de remplacer le prospectus lié à l'émission d'actions ou d'obligations par un simple communiqué de presse ;
- le résumé du prospectus doit devenir un vrai résumé, autrement dit adopter un format court de 4/5 pages, articulé autour de rubriques prédéfinies et présenter les informations essentielles pour l'investisseur sur l'émetteur, l'opération et l'instrument financier.
- enfin, il s'agit de travailler sur une approche proportionnée et allégée du prospectus pour les PME en adoptant au passage une définition unique de celles-ci.

Sans surprise, la France plaide également pour généraliser les modèles dans lesquels elle a pris de l'avance, à savoir la réglementation du *crowdfunding* ou encore les travaux visant à pratiquer une titrisation saine et efficace. La consultation de Bruxelles intéresse visiblement beaucoup les professionnels concernés. Ainsi, l'AMF est loin d'être la seule à avoir répondu. L'Association des marchés financiers (AMAFI) vient de publier sa réponse sur son site. En parallèle, Fabrice Demarigny, avocat et ancien secrétaire général de CESR a remis son rapport à Michel Sapin le 19 mai. Ce dernier émet 25 recommandations pour une union des marchés de capitaux axée sur le financement parmi lesquelles on retrouve notamment la nécessité de simplifier le prospectus, pour les grandes comme pour les petites entreprises.

La commission européenne va dépouiller les réponses cet été et présentera à la rentrée un plan d'action assorti d'un calendrier. Les mesures relatives au prospectus pourraient être adoptées à plus ou moins court terme.

Aller plus loin : Le Rapport Demarigny peut être consulté sur le site du Ministère des Finances et celui de l'AMAFI [est en ligne ici](#). Sur son site, la Commission européenne précise qu'elle a reçu 410 réponses à sa consultation. Celles qui sont autorisées à la publication seront mises en ligne le 10 juin prochain et accessibles. La consultation sur l'UMC est accompagnée d'une autre consultation organisée en même temps sur la titrisation et d'une troisième relative au prospectus.

Ne bis in idem étendu à tous les délits boursiers !

Billet du blog du 25/06/2015

On s'en doutait mais il fallait quand même en avoir confirmation : le principe *ne bis in idem* qui interdit de poursuivre deux fois les mêmes faits (devant l'AMF et devant le juge pénal) s'applique à l'ensemble des délits boursiers et pas seulement au délit d'initié. Ainsi en a jugé le tribunal correctionnel de Paris le 18 juin dernier dans l'affaire Sacyr.

► Révolution judiciaire

Bref retour en arrière. En 2007, Sacyr monte dans le capital d'Eiffage. Il s'en suit une bataille boursière qui a marqué les mémoires, notamment sur le terrain de l'action de concert. À l'époque, Eiffage porte plainte contre Sacyr et son président pour fausse information financière et non déclaration de franchissement de seuil. En parallèle, l'AMF ouvre une enquête. Tandis que la procédure pénale suit (lentement...) son cours, le gendarme boursier plus véloce rend sa décision le 25 février 2010 : il inflige à Sacyr une sanction de 300 000 euros et à son dirigeant une sanction de 100 000 euros pour n'avoir pas effectué les déclarations de seuil qui s'imposaient lors de la montée au capital d'Eiffage. Ce n'est que 4 ans plus tard soit en décembre 2014 que Sacyr et son président sont convoqués devant le tribunal correctionnel afin de s'expliquer sur les mêmes faits. L'affaire montre au passage l'absurdité qu'il peut y avoir à poursuivre deux fois les mêmes personnes pour les mêmes faits...

Précisément, une révolution judiciaire est en train de se produire qui pourrait bien mettre fin aux poursuites. Quelques semaines plutôt, dans les affaires EADS et Oberthur, les avocats ont invoqué la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme pour réclamer la fin des doubles poursuites dans les affaires d'abus de marché. La question apparaît si sérieuse qu'elle a été transmise au Conseil constitutionnel. Si ce dernier suit la jurisprudence Grande Stevens de la CEDH (4 mars 2014), c'est tout le système français de répression des abus de marché qui s'effondre et avec lui les poursuites en cours dans les dossiers EADS, Oberthur et Sacyr. Le tribunal consent donc à suspendre les débats dans Sacyr le temps d'avoir la réponse du Conseil constitutionnel. Elle tombe le 18 mars : les doubles poursuites sont contraires à la constitution, toutes les poursuites en cours dans des dossiers déjà jugés doivent s'arrêter.

► Extinction des poursuites

Le tribunal a fixé la nouvelle audience dans Sacyr au 17 juin. Ce jour-là, l'avocat arrive avec la décision du 18 mars et plaide devant le tribunal que le raisonnement du conseil sur le délit d'initié est parfaitement transposable à la fausse information financière et à la non-déclaration de franchissement de seuil. Si par impossible le tribunal n'était pas convaincu, l'avocat lui demande de transmettre une QPC qui pose la question au Conseil. Pas si vite ! s'interpose le parquet. La décision du Conseil constitutionnel ne visait que le délit d'initié. Nous savons que logiquement la même solution doit être appliquée aux autres infractions boursières puisqu'elles répondent au même schéma (même faits, même texte, même intérêt protégé, même juridictions de recours) mais ce n'est pas à vous, tribunal, de décider de procéder à cette application. Vous devez poser officiellement la question du sort des autres délits boursiers au Conseil constitutionnel. En réalité, si le parquet a requis en ce sens, c'est moins par souci du boursier que par crainte que le tribunal correctionnel ne se mette à appliquer *non bis in idem* dans toutes les affaires où il existe des doubles poursuites et en particulier en fiscal.

Hélas pour le parquet, le tribunal ne l'a pas entendu ainsi. Au contraire, il a estimé qu'il entrerait dans sa mission de faire application des principes dégagés par le Conseil constitutionnel. En conséquence, il a prononcé l'extinction des poursuites à l'encontre de Sacyr et de son dirigeant. Rappelons qu'outre les dossiers en cours, la décision du Conseil entraîne la nécessité de réformer le système français. L'AMF a publié récemment sa position sur ce point. Elle propose une coopération avec le parquet et une procédure d'aiguillage, assortie d'une définition distincte des manquements et délits fondée sur le niveau de gravité des faits. La réforme doit intervenir d'ici le 1^{er} septembre 2016. Un groupe de travail interministériel y travaille d'arrache-pied.

Supervision et sanctions

Répression des abus de marché, l'heure des grandes manœuvres a sonné !

Billet du blog du 29/01/2015

La chambre criminelle de la Cour de cassation, dans deux arrêts prononcés le 17 décembre dernier a renvoyé devant le Conseil constitutionnel deux questions prioritaires de constitutionnalité qui interrogent la haute juridiction sur un sujet crucial : la double répression en France des infractions boursières – administrative et pénale – est-elle ou non conforme à la constitution et notamment au principe selon lequel on ne peut punir deux fois les mêmes faits ? La communauté juridique est désormais suspendue au Conseil constitutionnel qui doit se prononcer d'ici quelques semaines. De sa décision dépendra le traitement futur des abus de marché en France.

► Le tournant EADS

Cette question de la double répression, les avocats la posent depuis 1989, date à laquelle la COB a reçu un pouvoir de sanction qui est venu s'ajouter aux textes qui réprimaient déjà pénalement les abus de marché (délit d'initié, fausse information financière, manipulation de cours). Hélas en vain. Le Conseil constitutionnel avait répondu alors que tant que le cumul des amendes ne dépassait pas le maximum autorisé, il n'y avait pas de problème à poursuivre deux fois. Mais la CEDH en mars dernier a sérieusement remis en cause cette analyse en jugeant que le système italien, exactement semblable au nôtre, était contraire à *non bis in idem* (arrêt Grande Stevens). Lors du procès EADS qui s'est ouvert le 3 octobre suivant, les avocats se sont donc empressés de soulever l'argument via des questions prioritaires de constitutionnalité. Le tribunal a accepté de suspendre le procès le temps que le Conseil constitutionnel dise si oui ou non il est juste de poursuivre pénalement les 7 dirigeants d'EADS et les deux sociétés actionnaires qui ont été « innocentées » par l'AMF en décembre 2009. Sans attendre l'avis de la justice, l'AMF, la Chancellerie et l'institution judiciaire sont déjà en train de réfléchir à l'avenir, car tout le monde a compris que le système actuel ne tiendrait plus très longtemps.

▣ La justice veut continuer à juger les délits boursiers

Et pour cause, la directive abus de marché du 16 avril 2014 introduit une nouveauté en droit européen en imposant aux États membres de prévoir des sanctions pénales mais précise immédiatement que si des sanctions administratives sont déjà prévues il convient de veiller à ce que les deux procédures ne se cumulent pas. Il va donc falloir choisir entre les deux, soit en décidant de ne conserver qu'une voie de sanction, soit, plus vraisemblablement en articulant les deux. C'est ce qui se passe en pratique depuis l'arrêt Grande Stevens, le parquet et l'AMF se sont rapprochés pour gérer les dossiers en cours de sorte à éviter d'éventuelles annulations ultérieures de procédure. La Chancellerie de son côté travaille sur la réorganisation du système. Quant à l'institution judiciaire, inquiète à l'idée que l'on puisse décider de transférer le traitement des abus de marché à l'AMF notamment en raison de la lenteur de ses procédures, elle vient d'annoncer le 19 janvier dernier plusieurs modifications de nature à accélérer le traitement des dossiers financiers. Ainsi, le 2 février prochain, le tribunal correctionnel de Paris ouvrira une nouvelle chambre financière (en plus de l'actuelle 11^e chambre qui traite des affaires comme Vivendi, Altran, EADS, Péchiney...) pour juger les dossiers qui vont commencer à sortir du tout nouveau parquet national financier créé l'an dernier pour traiter la grande délinquance financière, à la suite du scandale Cahuzac. Autre innovation, le tribunal a décidé de favoriser le recours au plaider coupable dans ces affaires, autrement dit une négociation de peine avec le parquet lorsque les personnes concernées ne contestent pas leur culpabilité à l'issue de l'instruction. L'air de rien c'est une véritable révolution !

En d'autres termes, sous la double influence de la directive abus de marché et de la jurisprudence de la CEDH, la justice financière est en train de changer de visage. Il y a de fortes chances qu'elle mette fin aux doubles poursuites, mais aussi qu'elle traite les dossiers plus vite et plus efficacement. Certains rêvent même de la création d'un grand tribunal financier, sorte d'émanation de l'actuelle commission des sanctions de l'AMF qui jugerait tantôt avec une casquette administrative, tantôt avec une casquette judiciaire et prendrait même en charge l'indemnisation des victimes, par exemple des actionnaires. En réalité, il y a plus de chances que l'on s'achemine vers une réorganisation au terme de laquelle le pénal serait réservé, comme le réclame la directive abus de marché, aux infractions les plus graves commises intentionnellement.

Fausse information, initié, liquidation...

Billet du blog du 26/02/2015

« *Les emm , ça vole toujours en escadrille* » selon la formule de Jacques Chirac. Ainsi, lorsqu'une société cotée se retrouve en difficultés, elle doit s'attendre à une enquête de l'AMF sur sa communication financière. Dernier exemple en date, celui de la société IC Telecom (solution de téléphonie) qui vient de faire l'objet d'une décision de sanction. Cotée au marché libre jusqu'en 2010, IC Telecom a ensuite été inscrite sur Euronext et liquidée le 26 juillet 2012. Au terme de leurs investigations, les enquêteurs ont trouvé des éléments leur permettant de reprocher à la société :

- de n'avoir pas communiqué suffisamment tôt les difficultés de l'entreprise au marché ;
- d'avoir communiqué une information non exacte, précise et sincère à l'occasion des communiqués qui ne comportaient pas de données sur les difficultés.

Le PDG a quant à lui été mis en cause pour l'ensemble des griefs précédents ainsi que pour avoir manqué à son obligation d'abstention alors qu'il a vendu des titres pendant la période où il aurait dû informer le marché des difficultés de l'entreprise.

Voyons cela de plus près.

▣ À propos du défaut de communication

Ce n'est que le 18 octobre 2011 que la société va informer le marché de ses difficultés financières. Or, l'AMF estime que l'information était connue depuis le 1^{er} juillet 2011. Une affirmation qu'elle tire des éléments suivants :

- par mail du 23 juin 2011, le directeur administratif d'IC Telecom a indiqué au chef comptable de la société que le solde de trésorerie de la société était négatif à concurrence de - 2,17 millions d'euros à cette date ; *« qu'interrogé par les enquêteurs, M. Ben Gouhil Haddouk a déclaré « la situation de trésorerie était extrêmement tendue mais ça tenait. Enfin c'est à cette époque que les choses sont devenues plus compliquées avec les banques qui nous lâchaient après l'émission obligataire. Ça ressortait de la compta et des prévisions que [le directeur administratif d'IC Telecom] essayait de faire » ;*
- le projet de rapport d'activité pour l'exercice 2010/2011 adressé le 1^{er} juillet 2011 par le directeur financier d'IC Telecom au président-directeur général de la société fait état d'un chiffre d'affaires d'environ 16 millions d'euros et d'un résultat de l'exercice de - 2,78 millions d'euros au 30 juin 2011 ;
- *qu'il résulte des éléments recueillis par les enquêteurs que dès la fin du mois de juin 2011, IC Telecom n'a plus été en mesure de faire face à différentes échéances dont les charges sociales et, peu après, au paiement des salaires de ses employés. ».*

Il est intéressant de relever que la première alerte des commissaires aux comptes est déclenchée seulement le 28 septembre. L'AMF estime donc que l'information aurait dû être révélée bien avant que les auditeurs ne réagissent.

► Information fausse

Entre le 1^{er} juillet et le 18 octobre, la société a publié deux communiqués. Celui du 12 août évoque une progression du chiffre d'affaires de 15,2 % et indique que la société aborde le nouvel exercice avec « optimisme ». Le deuxième communiqué, du 27 septembre, présente les comptes annuels non audités, déclare un résultat net de - 0,3 million d'euros et précise que la société est « confiante ». De fait, les deux communiqués ont manqué à l'obligation de communiquer de manière précise, exacte et sincère puisqu'à aucun moment ils n'évoquent la réalité. Une faute qui engage la responsabilité de la société et de son dirigeant.

► Utilisation d'une information privilégiée

Sur l'information privilégiée, il est intéressant de noter la sévérité de la commission qui ne se laisse convaincre ni par le nombre modeste de titres cédés par le dirigeant alors qu'il connaissait l'état de sa société mais ne l'avait pas annoncé au marché (0,65 %), ni par la modicité de la perte évitée – 15 000 euros – en vendant à cette date, ni même par le fait que le dirigeant ne se payait plus de salaire. La commission note : *« Considérant que le mis en cause, qui doit démontrer qu'il n'a pas fait une exploitation indue de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée ou justifier d'un motif impérieux, a fait valoir que les cessions de titres n'ont porté que sur une faible quantité de titres détenus par l'intermédiaire de la société HF Haddouk, estimée par la notification de griefs à 0,65 %, les difficultés financières qu'il a rencontrées ou la compensation avec l'absence de perception de ses salaires depuis plusieurs mois ; qu'aucune de ces circonstances ne permet de justifier le manquement à l'obligation d'abstention à laquelle était tenu M. Ben Gouhil Haddouk ni à l'exonérer de sa responsabilité. ».*

Ce dossier obéit au schéma hélas assez classique de l'information tardive, de l'utilisation par le dirigeant de l'information privilégiée et de l'issue fatale de la liquidation. Les griefs ont beau être lourds, à l'arrivée les sanctions sont légères : 50 000 euros contre la société et 50 000 euros contre son PDG. Et pour cause... on ne tond pas un œuf.

La double répression des abus de marché vole en éclats

Billet du blog du 19/03/2015

Nous vous racontions fin janvier l'épopée de ces avocats spécialisés en droit pénal des affaires qui avaient décidé l'an dernier de faire la guerre à la double répression – pénale et administrative – des infractions boursières en France, dans le prolongement de la condamnation de ce système en Italie par la CEDH (arrêt Grande Stevens 4 mars 2014). Au terme d'une bataille longue et rude à l'issue fort incertaine, ils ont gagné ! Dans une décision prononcée mercredi matin, le Conseil constitutionnel a constaté que les articles du code monétaire et financier organisant cette double répression étaient contraires à la Constitution et donc décidé qu'ils devaient être annulés. C'est une véritable révolution juridique. L'impact de cette décision est énorme.

► Fin probable des poursuites dans le dossier EADS

En pratique, la décision est d'application immédiate. Cela signifie que toutes les personnes déjà sanctionnées par l'AMF pour manquement d'initié et qui font l'objet d'une procédure pénale pour les mêmes faits vont pouvoir invoquer l'extinction des poursuites. Le Conseil constitutionnel vise le délit d'initié parce que c'est celui qu'on lui a soumis, mais certains estiment que le raisonnement est transposable aux autres abus de marché que sont la fausse information financière et la manipulation de cours. Pour l'instant, sont concernées directement quelques affaires célèbres, à commencer par EADS dont le procès a été suspendu en octobre dans l'attente de la réponse du Conseil constitutionnel. Il y a aussi Pechiney, jugé en septembre dernier et Oberthur examiné peu après EADS.

► Changement de système imposé

Mais l'impact de la décision dépasse de loin ces procédures. Le Conseil constitutionnel précise en effet que l'abrogation des articles du code monétaire et financier contraires à la Constitution est reportée au 1^{er} septembre 2016 car « leur abrogation immédiate aurait des conséquences manifestement excessives en empêchant toute poursuite et en mettant fin à celles engagées à l'encontre des personnes ayant commis des faits qualifiés de délit d'initié ou de manquement d'initié ». Concrètement, il laisse un an et demi aux pouvoirs publics pour réorganiser entièrement la répression du délit d'initié et sans doute des autres délits boursiers en France de sorte à mettre fin aux doubles poursuites. La date n'est pas choisie au hasard, elle correspond au timing de la nouvelle directive européenne sur les abus de marché qui devra être transposée d'ici juillet 2016. Voilà qui devrait permettre au législateur de faire d'une pierre deux coups.

► Vers un grand tribunal financier ?

Reste à savoir quel système va émerger des réflexions en cours sur ce sujet. Plusieurs solutions sont envisageables pour éviter de cumuler sanctions administratives et pénales. On peut opérer un choix radical consistant à tout confier à l'AMF ou au contraire au juge. Chaque solution à ses partisans, les uns vantant la rapidité de l'AMF et sa technicité, les autres préférant les garanties de la procédure judiciaire et sa solennité. On peut aussi imaginer de mettre en place au début du dossier un mécanisme d'aiguillage qui, en fonction de critères essentiellement liés à la gravité de l'infraction, oriente soit vers l'AMF, soit vers le juge pénal. On peut imaginer enfin de créer un grand tribunal financier, sorte d'émanation de l'actuelle commission des sanctions, qui pourrait statuer selon les cas de façon administrative ou juridictionnelle et aurait en outre la compétence d'indemniser les éventuelles victimes.

Ce débat est ancien. En 2008 il avait été ranimé dans le cadre d'une volonté de dépenalisation par le rapport Coulon. Mais les réflexions avaient tourné court, sans doute en raison de la crise. Il a été relancé dans la plus grande discrétion lors de l'arrêt Grande Stevens du 4 mars 2014 dans lequel la CEDH a sanctionné le système italien de double répression boursière. Tout le monde a compris alors que le système français, identique à l'italien, était en sursis de sorte que l'AMF, le parquet de Paris et la Chancellerie ont commencé à explorer des pistes de réorganisation. Affaire à suivre...

AMF : une acquisition stratégique doit être communiquée dès que possible !

Billet du blog du 09/04/2015

Décidément, l'information permanente est à l'honneur en ce moment du côté des services d'enquête de l'AMF. Dans une décision du 10 mars dernier, la commission des sanctions de l'AMF a sanctionné la société 1855, rebaptisée ensuite Héraclès (aujourd'hui en liquidation) pour divers manquements dont l'absence de communication d'une information privilégiée dès que possible. C'est la troisième décision rendue depuis quelques semaines sur ce sujet. On savait déjà qu'une révision de prévision devait être publiée « dès que possible ».

► Une opération ayant « des chances raisonnables d'aboutir »

Cette fois, l'affaire porte sur l'information au marché relative à une acquisition stratégique. Le 20 juillet 2010, l'acquisition par la société 1855 de la société cave privée est actée. La société ne la communique au marché que le 30 novembre suivant. Pour justifier l'obligation de communiquer l'information dès le 20 juillet, l'AMF relève qu'à cette date :

- « le contrat d'acquisition de la société avait été signé ;
- que les modalités de l'opération avaient été définies ;
- que les conditions suspensives avaient été stipulées au seul profit de la société 1855 ; et
- s'agissant en particulier de celle relative à l'opération de placement privé auprès d'investisseurs qualifiés pour un montant de 2,2 millions d'euros, que le risque de non-réalisation était limité ».

La réussite du placement privé était la condition de réalisation de l'acquisition car 1855 « n'avait pas la trésorerie pour payer cette acquisition », plaide la défense pour expliquer le délai d'information du marché. Ce à quoi l'AMF rétorque « *Considérant que, malgré l'aléa qui pesait sur la réalisation effective de l'acquisition, inhérent à toute opération de cette nature, l'acquisition de la société Cave Privée pouvait bien être considérée, dès le 20 juillet 2010, comme ayant des chances raisonnables d'aboutir ; que dès lors l'information sur l'acquisition de cette société doit être considérée comme précise à compter du 20 juillet 2010* ». On observera au passage qu'une information « précise » n'est pas forcément une information « certaine », mais simplement une information qui, en l'espèce portait sur une opération ayant « des chances raisonnables d'aboutir ».

▣ Peu importe le sens de l'impact sur le cours ?

Reste à savoir si elle était susceptible d'avoir un impact sur le cours. L'AMF relève à ce sujet que l'opération a été présentée par les dirigeants de la société 1855 eux-mêmes, aux termes du communiqué du 30 novembre 2010, comme une « *acquisition stratégique* » dans la mesure où elle portait sur « *le plus haut de gamme des sites de ventes privées de vins* » et permettait de bénéficier de la notoriété du site Internet. D'ailleurs relève encore la commission, suite à la publication du communiqué, le cours a bondi de 14,29 %. La commission a conclu que le manquement était constitué, le dirigeant et la société ont été condamnés à des amendes respectives de 150 000 et 200 000 euros, étant précisé que la commission a retenu d'autres manquements à leur endroit qui entrent également dans le calcul de la sanction.

Le sujet est si à la mode que la Cour de justice elle-même vient de se prononcer le 11 mars dernier à propos du dossier Wendel/St Gobain sur ce qu'il faut entendre par information privilégiée. À l'argument consistant à soutenir qu'une information n'est privilégiée que si celui qui la détient est en mesure de déterminer si elle va faire grimper ou chuter le cours, la Cour a répondu : « *Une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement () quand bien même cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concerné* ». Les juristes espéraient que la cour saisisrait l'occasion pour rendre la définition plus précise et plus restrictive, c'est loupé ! Par ailleurs, la commission des sanctions de l'AMF vient de publier aujourd'hui sa décision dans l'affaire Huis Clos. Le dossier posait la question de savoir si une société ne publiant pas de prévisions de résultat est néanmoins tenue de publier un *profit warning* lorsqu'elle a connaissance du fait que son résultat annuel sera fortement déficitaire. La commission a répondu par l'affirmative.

Délit d'initié : les doubles poursuites, c'est vraiment fini !

Billet du blog du 16/04/2015

Ce mercredi matin 15 avril à 9 heures, les avocats spécialisés en droit boursier affichent une mine réjouie en entrant dans la salle du tribunal correctionnel de Paris. Et pour cause, ils viennent plaider presque pour la forme la mise hors de cause de leurs clients dans le dossier Oberthur, un manquement d'initié sanctionné par l'AMF en mars 2011. Le procès pénal portant sur les mêmes faits qui devait se tenir à l'automne dernier a été suspendu dès le premier jour en raison de la question prioritaire de constitutionnalité soulevée par les avocats au début de l'audience. Dans le prolongement de celle plaidée le 3 octobre précédent par leurs confrères dans l'affaire EADS, ils soutenaient que les doubles poursuites administratives et pénales en matière de délit d'initié étaient contraires à la Constitution. Le Conseil constitutionnel leur a donné raison le 18 mars dernier. Encore fallait-il que le tribunal en tire les conclusions pratiques. D'où l'audience de mercredi au cours de laquelle le procureur et le tribunal ont pris acte du fait que la décision du Conseil s'appliquait bien à ce dossier et que la procédure pénale en cours devait donc s'arrêter. Symboliquement c'était important car Oberthur est la première affaire emblématique à bénéficier de la décision du Conseil.

► EADS toujours en *stand by*

Seule interrogation pour les avocats comme pour les magistrats, sur quel fondement juridique prononcer cette mise hors de cause ? Faut-il constater l'extinction des poursuites ou aller jusqu'à la relaxe, autrement dit le constat judiciaire de l'innocence des prévenus ? Une querelle de juristes dont l'issue sera connue le 6 mai, date à laquelle le tribunal rendra son jugement. Celui-ci est un peu sensible car il déterminera en partie le sort des autres dossiers.

► Une seule procédure admissible

Quoi qu'il en soit, tous les dossiers dans lesquels une procédure pénale était en cours au jour du prononcé de la décision du Conseil constitutionnel et qui avaient fait l'objet préalablement d'une procédure de sanction AMF vont bénéficier peu ou prou de la décision du Conseil. Pour les autres affaires, c'est-à-dire celles qui sont en phase d'enquête ou qui vont débiter maintenant, les doubles poursuites sont désormais impossibles. L'AMF et la justice doivent donc se rapprocher et décider ensemble du sort des dossiers pour éviter les doublons en attendant qu'une réforme législative mette les choses au clair. C'est ainsi par exemple que le parquet financier, saisi il y a quelques mois d'une dénonciation anonyme selon laquelle les dirigeants d'une grande banque française auraient commis des actes d'initiés, le parquet national financier a annoncé la semaine dernière par communiqué que le dossier était vide et les poursuites par conséquent abandonnées. C'est l'une des premières illustrations de cette nouvelle coopération entre l'AMF et le parquet.

Pour les avocats spécialisés en droit boursier, la fin des doubles poursuites en matière boursière est une victoire historique qu'ils attendaient depuis 1989, année où la COB a obtenu le pouvoir de sanction et où s'est donc institué le système aujourd'hui sanctionné par le Conseil constitutionnel. Reste maintenant à organiser la suite, sachant que la France doit transposer d'ici juillet 2016 la directive Abus de marché, ce qui constitue une bonne occasion de refondre le système.

AMF : Un résultat fortement déficitaire impose un *profit warning*

Billet du blog du 30/04/2015

En mars dernier, nous vous racontions l'histoire de la société Huis clos, convoquée devant la commission des sanctions de l'AMF après sa mise en liquidation pour manquement à l'obligation d'informer le marché d'éléments susceptibles d'avoir un impact sur le cours. En l'espèce, l'AMF reprochait à l'entreprise de n'avoir pas alerté le marché dès qu'elle en avait eu connaissance du fait que son résultat net consolidé après impôt pour l'exercice 2012 était fortement déficitaire (- 5 millions d'euros). Lors de la séance de sanction qui s'est tenue le 20 mars dernier, la société a expliqué en substance que le marché s'y attendait depuis la publication des semestriels 2012 au mois de novembre précédent, qu'il avait intégré l'information et que de toute façon au jour de la séance le montant exact du déficit n'était pas arrêté puisque entre temps la société avait été mise en liquidation. Surtout, Huis Clos soulevait, par l'intermédiaire de son avocat Frank Martin Laprade (Jeantet), une question bien intéressante : une société qui ne publie pas de prévisions sur résultat est-elle malgré tout tenue de publier un *profit warning* dès qu'elle apprend que son résultat net consolidé est déficitaire ? Non, estime l'avocat pour qui le *profit warning* consiste à rectifier une prévision que l'entreprise découvre ne pas être en mesure d'atteindre. En l'espèce, la société n'avait rien promis au marché et n'avait donc pas à corriger quoique ce soit.

► Résultat net consolidé fortement déficitaire

Hélas, le raisonnement n'a pas convaincu la commission des sanctions qui note dans sa décision publiée le 7 avril :

« Considérant que le caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé après impôts portait sur un indicateur déterminant de la performance d'une société et de sa situation financière ; qu'au regard des informations communiquées au public, et notamment celles, rassurantes, sur le soutien des partenaires bancaires, et celles, engageantes, sur la mise en œuvre du plan de restructuration, l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net, de l'ordre de - 5 millions d'euros après impôts, n'était pas « raisonnablement prévisible », mais bien de nature à surprendre les investisseurs ; que cette information était « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement » et partant « susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés » »

Quant à l'argument sur le *profit warning*, il est balayé d'un revers de manche. Dès lors que l'information a un caractère privilégié (non publique et susceptible d'avoir un impact sur le cours), elle doit être publiée « dès que possible » : *« Considérant que l'article 223-2 du règlement général de l'AMF impose à l'émetteur de porter à la connaissance du public dès que possible toute information privilégiée qui le concerne directement ; que Huis Clos ne peut donc valablement invoquer l'absence de publication antérieure de prévisions de résultats pour tenter de s'exonérer de toute responsabilité ».*

► Dès que possible = immédiatement ?

La commission des sanctions de l'AMF relève que la société aurait peut-être pu bénéficier de l'exception qui permet de retenir une information dans l'hypothèse où sa publication pourrait remettre en cause la viabilité financière de l'entreprise. Sauf que la société Huis clos a renoncé à s'en prévaloir. Est-ce à dire qu'une société cotée en difficultés peut retenir des informations pendant un temps donné ? Mais si oui, lesquelles ? Le représentant du collège en séance a apporté un début de réponse en indiquant que l'AMF avait renoncé à poursuivre la société sur son silence concernant l'état de sa trésorerie car la publication dès que possible de cette information-là l'aurait mise en danger. Il serait intéressant que la commission à l'occasion d'une autre affaire précise sa pensée sur point. Notons au passage que c'est la quatrième affaire de quelques mois ⁽¹⁾ qui donne lieu à une sanction de l'AMF sur un défaut de communication d'une information privilégiée au titre de l'information permanente. À la lecture celles-ci, on songe que « dès que possible » n'est pas loin de s'entendre comme « immédiatement », ce qui pose la question de la fiabilité de l'information communiquée instantanément...

Au final, la commission a infligé une sanction de 100 000 euros à la société et de 50 000 à son dirigeant.

(1) voir notamment le billet p.30 « AMF : une acquisition stratégique doit être communiquée dès que possible ! »

L'AMF redessine les contours de son pouvoir de sanction

Billet du blog du 07/05/2015

L'AMF a rendu public son rapport annuel le 5 mai. À cette occasion, le président Gérard Rameix a été interrogé par la presse notamment sur les dernières décisions de la commission des sanctions en matière d'information permanente. Certains spécialistes en effet estiment, au vu des poursuites et de la sévérité des sanctions dans les dossiers d'information privilégiée communiquée tardivement au marché, que l'AMF serait en train de modifier en profondeur sa doctrine sur le sujet. Et en particulier de remettre en cause les préconisations du rapport Lepetit publié en avril 2000 sur les bonnes pratiques en matière de *profit warning*. Il n'y a pas de « *bouleversement de la logique de l'information privilégiée par rapport au rapport Lepetit* » a assuré Gérard Rameix. Il a admis néanmoins que la définition de l'information privilégiée faisait l'objet de la part des régulateurs de travaux de plus en plus précis entraînant des exigences plus fortes que par le passé. Ces réflexions sont d'ailleurs relancées en ce moment dans le cadre des travaux menés au sein de l'ESMA sur la transposition de la directive abus de marché. À surveiller donc...

► Le pouvoir de sanction en chantier

Toujours à l'occasion de la remise du rapport annuel, Gérard Rameix a longuement évoqué le grand sujet d'actualité du moment, à savoir la réorganisation de la répression des abus de marché. Une décision du Conseil constitutionnel du 18 mars dernier a mis fin en effet aux doubles poursuites dans les affaires de délits boursiers, ce qui impose désormais de choisir entre la sanction administrative de l'AMF et la peine pénale. Certains préconisent la création d'une sorte de grande juridiction financière qui aurait les deux casquettes et pourrait en outre indemniser les victimes. Ce n'est pas le choix de l'AMF qui propose, au terme des réflexions amorcées à l'automne dernier, un schéma a minima consistant à réserver au pénal les affaires les plus graves, c'est-à-dire les manquements qui ont, par exemple, entraîné des variations importantes sur le cours d'une valeur ou bien encore rapporté un gain très élevé à leur auteur. L'aiguillage pourrait s'effectuer à l'issue de l'enquête de l'AMF. C'est à ce moment en effet que le collège, au vu du dossier, décide ou non de renvoyer l'affaire en commission des sanctions. Il pourrait prendre auparavant l'avis du parquet pour savoir si celui-ci souhaite s'emparer du dossier, ce qui, dans cette hypothèse, mettrait fin à l'action du régulateur. En attendant la réforme qui doit être en place au plus tard le 1^{er} septembre 2016, c'est en ce moment celui, du gendarme boursier ou du parquet, qui déclenche l'action en premier qui remporte la mise. Quant aux dossiers dans lesquels une procédure pénale était en cours au moment de la décision du Conseil, ils s'arrêtent. Ainsi, le 6 mai, la 32^e chambre du tribunal correctionnel de Paris a déclaré l'action publique éteinte dans deux dossiers déjà jugés par l'AMF : Oberthur et Anovo. Il s'agit des deux premières affaires boursières jugées postérieurement à la décision du Conseil constitutionnel.

▣ Le rôle de l'AMF n'est pas d'indemniser les victimes

Concernant le rôle éventuel que pourrait jouer l'AMF en matière de réparation du préjudice dans le nouveau schéma, Gérard Rameix s'est dit opposé à ce qu'elle indemnise elle-même des victimes. D'abord ce n'est pas son rôle, a souligné le président, ensuite cela alourdirait la procédure. En revanche, pour contribuer à faciliter cette réparation, il serait possible de mettre en place par exemple la possibilité pour les victimes d'être entendues par la commission des sanctions. Aussi et surtout, Gérard Rameix a rappelé la grande avancée que représente l'insertion dans la loi de consommation Hamon du 17 mars 2014 d'une disposition permettant à l'AMF de transmettre des informations au juge civil sur le résultat de ses enquêtes, ce qui lui était interdit au nom du secret professionnel jusqu'à cette réforme. Voilà qui devrait encourager les actionnaires à porter leurs demandes d'indemnisation devant le juge civil. Une avancée d'autant plus capitale que, dans le nouveau schéma de répression des infractions boursières, quand la voie administrative sera choisie cela fermera la possibilité pour les victimes de demander réparation au juge pénal. Or, l'un des arguments majeur plaidant en faveur de la voie judiciaire est précisément la capacité de celle-ci à indemniser les victimes.

L'AMF inflige à un patron initié une sanction de 1 million

Billet du blog du 11/06/2015

À lire les 21 pages de la décision de sanction que vient de prononcer l'AMF à l'encontre de la société G., cotée sur Alternext et de son président, on songe qu'elle ferait un remarquable cas pratique pour étudiants en droit boursier. On y trouve en effet le catalogue quasi exhaustif des manquements susceptibles d'être commis par une société cotée. La société G a pour activité « *la conception, la fabrication et la commercialisation de véhicules pour le déplacement et la manutention dans les secteurs de l'énergie, du transport, de l'environnement et des matières premières* ». Introduite sur le marché libre en 2006, elle est passée sur Alternext en 2010. En juillet 2011, le secrétaire général de l'AMF décide d'ouvrir une enquête sur le titre à compter de juin 2010. Deux ans plus tard, la société et son président se voient notifier une liste de griefs à faire peur à l'avocat le moins émotif. À en croire la décision de la commission des sanctions, la société et son dirigeant se sont en effet rendus coupables de fausse information financière, manquement d'initié, manipulation de cours et manquement à l'obligation de déclaration d'opérations. En rugby, on appellerait cela un grand chelem.

► Un carnet de commande « optimiste »

Au titre de la diffusion de fausse information financière, la commission relève qu'en juillet 2010, la société annonce un carnet de commande de 8 millions d'euros alors que figure dans ce chiffre des éléments qui n'ont rien à y faire. Le vrai montant est de 1,8 million. En décembre 2010, la société annonce la signature d'une commande de 100 véhicules. Un peu vite car, relève la commission, le client à ce stade n'en est encore qu'à la simple demande d'information. Le contrat sera tout de même signé, mais en septembre 2011. Pour l'AMF la faute est constituée dès lors qu'au moment de la publication, l'information était fausse. En juillet 2011, la société annonce un carnet de commande de 3,9 millions, sauf que les enquêteurs identifient dans cette somme un contrat de location avec option d'achat de 1,5 million qui n'aurait pas dû être pris en compte. Outre ces présentations par trop « optimistes » des carnets de commande, on reproche encore à la société 4 communiqués erronés en juin, juillet, octobre et décembre 2011 dans lesquels la société annonce des opérations d'augmentation de capital sans préciser les catégories d'investisseurs bénéficiaires alors qu'elle avait souscrit un contrat d'*equity line*.

▣ Ventes massives de titres

C'est dans ce contexte que les enquêteurs se sont penchés sur le cas du dirigeant. Et ils ont constaté que celui-ci avait procédé à plusieurs cessions de titres, en violation de son obligation d'abstention. Ainsi, en 2010, alors qu'il connaissait la réalité du carnet de commande, mais aussi la dégradation du résultat semestriel (- 2,8 millions), il a cédé 100 000 titres pour son compte et 50 000 pour le compte de SCI filiales du groupe. L'année suivante, rebelote. Alors qu'il est au courant du montant réel du carnet de commande, il cède 200 000 titres pour son compte et 30 000 pour le compte d'une SCI. Des ventes contraintes par la nécessité de faire face à des échéances, se défend l'intéressé. Qu'importe rétorque l'AMF, qui tacle : ce n'est pas démontré et de toute façon c'est sa vie privée.

C'est là que surgit le troisième abus de marché : la manipulation de cours. Entre mars et juin 2011 le dirigeant est intervenu lors de 57 séances de bourse sur 64 et ses interventions ont représenté 74 % en moyenne du marché, et même 90 % lors d'une dizaine de séances ! Et comme ces opérations n'ont pas été déclarées à l'AMF, le dirigeant écope d'un manquement supplémentaire.

Au final, l'ardoise n'est peut-être pas si lourde pour un catalogue si nourri de manquements : un million d'euros de sanction pour le dirigeant, 100 000 euros pour la société.

COMMUNICATION FINANCIÈRE

Information périodique et permanente 40

- Communication financière : l'AMF sanctionne sévèrement les « oublis » 40
- Information financière : en route vers la pertinence ! 42

Bonnes pratiques 44

- Du bon usage d'Internet par les sociétés cotées 44

Audit et comptabilité 46

- Bruxelles consulte sur la pertinence des IFRS 46
- Lisibilité de l'information : l'IASB se mobilise 48
- La pertinence, thème central des comptes 2014 49
- Réforme européenne de l'audit : à vos marques ! 51
- Prospectus : l'information inutile est nuisible ! 53
- Et si on harmonisait les tableaux d'honoraires d'audit (*bis*) ? 55
- L'AMF se mobilise pour la pertinence des annexes aux comptes 57

Information périodique et permanente

Communication financière : l'AMF sanctionne sévèrement les « oublis »

Billet du blog du 18/09/2014

L'information financière réglementée est un exercice délicat dès lors qu'il s'agit d'annoncer des nouvelles dont on sait qu'elles auront un impact négatif sur le cours. Tout aussi délicat est l'art du bon timing pour communiquer sur une autorisation à venir d'une administration ou l'obtention d'un brevet. Et le tout se corse singulièrement en période de crise. C'est sur tous ces sujets que s'est prononcée avant l'été la commission des sanctions de l'AMF à l'occasion de l'examen d'un dossier qui avait tout d'un cas pratique pour étudiants !

▣ Liquidation

Safetic est une société spécialisée dans les procédés techniques protégeant les accès, les biens et les personnes cotés sur Alternext à partir du 9 juin 2008 suite à un transfert depuis le marché libre où elle s'était inscrite en 2005. Las ! Moins de trois ans plus tard Safetic annonce sa mise en redressement judiciaire (10 octobre 2011). Elle est finalement liquidée le 13 février 2013 et radiée le 14 mai suivant. Un malheur n'arrivant jamais seul, l'AMF a constaté des mouvements anormaux sur le titre début 2011 et décide d'ouvrir une enquête. Sans surprise, les enquêteurs découvrent ce qu'ils estiment être constitutif de manquements à l'information, manquement d'initié, ainsi que quelques autres infractions – mineures – aux règles de marché à l'encontre d'établissements financiers.

► Une fraude passée sous silence

S'agissant de la communication financière de la société, l'enquête a révélé que la société avait confirmé dans un communiqué de presse de novembre 2008 l'objectif de chiffre d'affaires 2008 de 115 millions d'euros et 2009 de 160 millions alors que ses dirigeants avaient connaissance de deux faits susceptibles de remettre en cause ces objectifs. D'abord la société avait renégocié ses contrats dans des termes susceptibles d'affecter significativement ses marges, ce que confirme l'impact de 6 millions d'euros qui sera comptabilisé au titre de l'exercice 2009. Le communiqué ne dit rien à ce sujet. Ensuite, elle n'a pas informé le marché non plus de la découverte d'une fraude interne (émission des factures injustifiées) évaluée à 2 millions d'euros avant investigations, mais susceptible d'atteindre 10 millions. Pour ces deux « oublis », la société et son dirigeant ont été reconnus coupables. Les enquêteurs de l'AMF avaient aussi découvert que les comptes sociaux et consolidés ne mentionnaient pas le risque que la fraude atteigne un total de 10 millions, se contentant d'enregistrer les 2 millions déjà identifiés. Là encore le dirigeant et la société ont été reconnus coupables par la commission des sanctions.

► Le brevet fantôme

Outre ce manque de transparence relatif à certains éléments susceptibles d'impacter négativement les objectifs de chiffre d'affaires, les enquêteurs ont aussi relevé un excès d'optimisme coupable dans l'annonce de certains événements conditionnant les bénéfices futurs de l'entreprise. Le premier porte sur une autorisation de la CNIL annoncée avant son obtention. Le 24 février 2009, la société déclare dans un communiqué de presse que BIOVEIN, un procédé de reconnaissance par le parcours veineux du doigt répond parfaitement aux exigences de la CNIL. Problème, la société n'a pas encore reçu l'autorisation de celle-ci qui conditionne la possibilité de commercialiser le procédé alors même que le communiqué poursuit en expliquant l'importance pour la société de cette commercialisation. L'autorisation générale de la CNIL (à l'ensemble des acteurs) sera finalement délivrée le 7 mai 2009. Entre temps toutefois, la CNIL avait délivré une vingtaine d'autorisations individuelles rien qu'en 2008. La commission des sanctions de l'AMF a donc estimé qu'en l'espèce Safetic n'avait pas trompé le marché en annonçant en février 2009 que le procédé était conforme aux exigences de la CNIL. Le boulet n'est quand même pas passé loin... Safetic a eu moins de chance en revanche concernant la deuxième accusation. Le 9 mai 2011 la société évoque dans un communiqué la valorisation d'un brevet de défibrillateur entre 40 et 60 millions d'euros, sans préciser que cette valeur est subordonnée à l'existence d'un brevet non encore obtenu. Le 10 octobre Safetic annonce qu'elle détient ce brevet. L'AMF quant à elle relève que l'INPI avait émis le 15 février 2010 un rapport de recherche préliminaire concluant à l'absence d'innovation au regard des brevets existants... Non seulement la société n'avait pas le brevet, mais tout portait à croire qu'elle n'avait aucune chance de l'obtenir. Là encore, le dirigeant et la société sont reconnus coupables.

Quelle sanction prononcer contre une société liquidée ? Aucune serait un signe malvenu d'impunité, lourde, une absurdité. Finalement, la commission a prononcé une amende de 70 000 euros contre la société et de 90 000 euros à l'encontre de son président, également reconnu coupable d'un – très modeste – manquement d'initié. C'est la deuxième fois en quelques semaines que l'AMF sanctionne l'information financière délivrée par une société cotée sur Alternext quelques mois avant sa mise en liquidation. En juillet nous vous racontions l'incroyable histoire de LoyalTouch. À qui le tour ?

Information financière : en route vers la pertinence !

Billet du blog du 04/12/2014

La pertinence continue de s'imposer dans l'information financière.

Dans un document publié le 2 décembre à l'attention des PME/ETI, l'Autorité des marchés financiers propose un guide d'élaboration des documents de référence destiné à accompagner les valeurs petites et moyennes dans la rédaction de ce document. « *Enfin des raisonnements de fond et des seuils de matérialité raisonnables l'emportent sur une volonté mécanique de complétude au final inefficace : les documents de référence peuvent retrouver leur utilité principale à savoir être un document de fond synthétique et lisible pour les analystes et les gérants* » se félicite l'association Middenex dans un communiqué de presse publié le jour même. Il y a de quoi ! C'est un pas de plus dans le sens d'une évolution amorcée depuis peu et qui consiste à délaisser la tentation de l'exhaustivité à tout prix pour aller vers l'information pertinente. Nous avons déjà parlé sur ce blog de l'encouragement de l'AMF à simplifier les annexes, des bonnes pratiques en la matière développées par quelques groupes pionniers comme Valeo et Orange, mais aussi des réflexions lancées cette année au sein de l'IASB pour simplifier les normes, toutes démarches qui convergent vers un même objectif : la transparence comprise non plus comme la totalité de l'information disponible mais aussi comme la totalité de l'information compréhensible.

▣ Les cinq piliers de la pertinence...

Le guide publié par l'AMF passe en revue chaque rubrique du document de référence et fournit précisions et recommandation de rédaction. Mais au-delà de ce travail, l'AMF propose en introduction une liste de principes destinés à guider l'élaboration du document :

- « **Matérialité** : La matérialité s'entend d'une information suffisamment significative ou essentielle pour influencer sur la prise de décision d'un investisseur. Cette analyse est menée par le management qui doit considérer les différents aspects de l'information, et ce, qu'ils soient positifs ou négatifs pour l'émetteur. Par ailleurs, si une information chiffrée est présentée de façon compensée ou « nettement », cela ne doit pas altérer la qualité ou la pertinence de l'information présentée et ne doit pas emporter ainsi de conséquences pour un investisseur ;
- **Complétude** : La complétude s'entend d'une information ou des informations dont tous les éléments nécessaires à la compréhension de l'émetteur sont fournis. La complétude s'entend également d'une information pertinente et adéquate par rapport au contenu du document de référence et de la réglementation ;
- **Cohérence** : La cohérence s'entend d'une information ou des informations qui permettent une compréhension logique des autres informations liées et, issues ou non d'autres sources, de telle façon que l'information soit homogène ;
- **Compréhensibilité** : La compréhensibilité s'entend d'une information ou des informations qui peuvent être facilement comprises et exprimées de façon accessible, claire et simple ;

- **Comparabilité** : La comparabilité s'entend d'une information ou des informations qui permettent d'être comparées de telle façon que l'information soit facile à comprendre dans sa présentation et dans le temps. Par ailleurs, les éléments de comparaison aident à l'analyse et à la mise en perspective des informations données ».

► ...les 4 piliers de la Transparence

Des principes très proches de la définition que propose Labrador de la Transparence, organisée autour de 4 piliers :

Accessibilité : trouver rapidement l'information recherchée.

Précision : fournir l'intégralité des contenus réglementaires assortis des éléments utiles à leur compréhension.

Comparabilité : comparer facilement les informations entre les émetteurs,

Disponibilité : disposer de l'information le plus tôt possible dans tous les formats.

MiddleNext met en garde dans son communiqué : « *L'enjeu est désormais que les entreprises, les avocats et les commissaires aux comptes l'appliquent tout comme la chaîne de régulation : l'AMF, l'ACPR, le H3C* ». C'est en effet un effort collectif visant à changer les mentalités et le régulateur en est bien conscient. À plusieurs reprises lors d'interventions publiques, le directeur des affaires comptables de l'AMF, Patrick Parent, a souligné qu'il s'engageait à ce que ses propres services jouent le jeu. Il l'a redit dans nos colonnes.

Visiblement, le cercle vertueux de la pertinence est bien amorcé !

Bonnes pratiques

Du bon usage d'Internet par les sociétés cotées

Billet du blog du 19/12/2014

Qui aurait imaginé qu'un jour l'AMF publierait une recommandation pour guider les sociétés cotées dans leur bon usage d'Internet et notamment dans l'art de « gazouiller » sur Twitter ? Il est vrai que lors de l'université du MEDEF en août dernier, la formation proposée sur Twitter a fait salle comble. Les entreprises twittent ! Mais évidemment, quand on est une société cotée, l'exercice est contraint par les règles strictes de diffusion de l'information réglementée. C'est ce que rappelle l'AMF dans sa recommandation n°2014-15 sur la communication des sociétés cotées sur leur site Internet et les médias sociaux.

► Twitter ce qui a déjà été communiqué

Celle-ci commence par la définition d'un principe de base qui ne surprendra personne mais qu'il n'est pas inutile de rappeler pour éviter tout acte d'étourderie : on ne peut tweeter une information qu'à partir du moment où elle a déjà été communiquée selon les règles traditionnelles.

« En conséquence, l'AMF rappelle qu'en application des articles 223-1 à 223-10-1 de son règlement général les émetteurs peuvent diffuser leurs informations privilégiées sur les médias sociaux si et seulement si ces informations ont préalablement fait l'objet d'un communiqué à diffusion effective et intégrale et sous réserve que l'information donnée par l'émetteur, quel que soit le support utilisé, soit exacte, précise et sincère, conformément aux exigences du règlement général ».

L'AMF fournit ensuite quelques indications précieuses d'utilisation :

Sécurité : il convient de s'assurer de l'authentification du compte, par exemple en procédant à une certification, d'établir une charte d'utilisation par les dirigeants et les salariés des comptes personnels, de mettre en place une veille active de ce qu'on dit de l'entreprise sur les réseaux sociaux, de prendre garde au format court des tweets au regard des obligations spécifiques de l'information financière, et de mettre en lien l'information complète.

Responsabilité : la responsabilité des dirigeants sur les réseaux sociaux est la même qu'ailleurs.

Rumeurs : une rumeur sur un réseau peut être corrigée sur ce réseau, si elle se répand sur plusieurs, le démenti doit s'effectuer par un communiqué général.

► Le site Internet

La recommandation se penche également sur le site Internet des sociétés cotées. À ce sujet, le principe de base à garder en tête est celui-ci :

« L'AMF rappelle que l'exigence réglementaire d'une information exacte, précise et sincère s'applique aux informations diffusées sur le site Internet des émetteurs. Ainsi, les émetteurs sont appelés à prêter une attention particulière à une présentation équilibrée des risques et avantages que leur société/groupe présente pour un investisseur, y compris sur leur site Internet ».

L'AMF insiste ensuite sur trois points essentiels :

1. les informations doivent être disponibles par un minimum de clics ;
2. elles doivent être mises à jour et le plus possible horodatées ;
3. elles doivent être conservées au minimum 5 ans.

NDLR : C'est pour répondre à ces exigences que Labrador a mis en place une solution d'hébergement des rubriques d'information réglementée. L'émetteur publie lui-même son document en un clic sur l'interface dédiée sans passer par son webmaster. L'interface est hébergée par Labrador de manière invisible, ce qui permet de conserver l'information accessible même en cas de crise ou d'afflux importants de visiteurs, contrairement aux sites *corporate* souvent moins adaptés pour résister à de forts trafics. Ce mini-site d'information réglementée respecte l'ensemble des critères de Transparence promus par les Grands Prix de la Transparence, notamment un horodatage et un accès à l'information quasi-immédiat pour l'internaute.

À ce jour, plusieurs dizaines de petites et grandes sociétés cotées ont opté pour cette solution appelée « rubrique dédiée ».

Audit et comptabilité

Bruxelles consulte sur la pertinence des IFRS

Billet du blog du 04/09/2014

Ceux qui ont manqué l'ouverture de la consultation lancée le 7 août par la Commission européenne sur l'impact en Europe des IFRS pour cause de repos bien mérité peuvent encore se rattraper : ils ont jusqu'au 31 octobre prochain pour y répondre. Sachant l'irritation que suscitent les normes comptables internationales chez les entreprises françaises, c'est le moment ou jamais de faire remonter à la commission les critiques susceptibles de faire évoluer les choses. Surtout que Bruxelles a pris la mesure des enjeux stratégiques attachés à ce sujet et entend bien renforcer le poids de l'Europe dans le processus de normalisation comptable internationale. *« L'expérience des dernières années a montré que les normes comptables représentaient plus qu'une simple convention de langage. Elles peuvent avoir un impact sur la stabilité des marchés financiers en influençant le comportement des acteurs sur ces marchés »* déclarait le commissaire européen au marché intérieur Michel Barnier en 2013 au moment de lancer une mission d'évaluation du processus d'adoption des normes IFRS en Europe (rapport Maystadt).

La consultation ouverte le 7 août, qui compte 42 questions sur 48 pages, a pour objet de mesurer l'impact du règlement IFRS qui a introduit en 2005 l'application des IFRS au sein de l'union. Plus précisément, la Commission entend vérifier si l'adoption des IFRS a accru la transparence et la comparabilité des états financiers... ou pas.

Les personnes intéressées sont donc invitées à répondre à des questions telles que :

- L'objectif de contribuer à faire émerger un marché unique est-il atteint ?
- Est-ce que les états financiers sont plus compréhensibles ?
- Quel est l'impact des IFRS sur l'accès au capital ?
- Les normes ont-elles renforcé la protection des investisseurs ?
- Quels bénéfices pour quels coûts supplémentaires ont engendré les IFRS ?
- etc.

Outre le ressenti de terrain des entreprises et autres parties intéressées sur les avantages et les inconvénients des IFRS, la consultation porte également sur le processus d'adoption des normes IFRS en Europe. Rappelons que pour que celles-ci soient autorisées au sein de l'Union, il faut qu'elles soient homologuées au terme d'une procédure qui dure environ 8 mois. Dans son rapport publié en novembre 2013 à la demande de Michel Barnier ⁽¹⁾, Philippe Maystadt recommandait notamment de subordonner l'adoption des normes IFRS à deux nouveaux critères :

- que la norme ne porte pas atteinte à la stabilité financière ; et
- n'entrave pas le développement économique de la zone.

Il admettait également la nécessité d'accorder à l'Europe, outre le pouvoir d'accepter ou de refuser une norme, celui de la modifier avant de la transposer. Des conclusions très proches de celles d'un rapport AFEP/MEDEF ⁽²⁾ publié en juillet 2013 sur le même sujet qui notait alors : « *Dans une situation où tous les grands pays participent à l'élaboration des IFRS mais ne les appliquent pas nécessairement ou pas totalement, la capacité de l'Union européenne à faire entendre sa voix et le renforcement de sa souveraineté représentent un enjeu clé, d'autant que ces normes ont une incidence directe sur l'économie car elles peuvent favoriser des comportements de court-terme, avoir un caractère pro-cyclique et, ainsi, contribuer à la propagation des crises.* ».

La consultation de la Commission européenne est donc une opportunité pour les entreprises de faire remonter les éventuelles difficultés pratiques liées aux IFRS mais aussi de donner un avis général sur les normes et sur le rôle de l'Europe. Agir pour faire entendre la voix des entreprises françaises et européennes et améliorer la pertinence des IFRS, c'est maintenant !

Les équipes de Labrador profitent de ce premier billet de la saison pour vous souhaiter une excellente rentrée. N'oubliez pas de noter dans vos agendas la 5^e édition des Grands Prix de la Transparence qui aura lieu le 7 octobre. Cette cérémonie récompense chaque année les meilleures pratiques des sociétés cotées en matière d'information réglementée. Les retardataires peuvent encore s'inscrire sur le site www.grandsprixtransparence.com.

(1) Nous vous en parlions dans le billet du 27 mars 2013
« L'Europe part à la reconquête de sa souveraineté comptable »

(2) Nous vous en parlions dans le billet du 25 juillet 2013
« IFRS : l'AFEP et le MEDEF tapent du poing sur la table ! »

Lisibilité de l'information : l'IASB se mobilise

Billet du blog du 30/10/2014

Lors de sa traditionnelle conférence annuelle dans le cadre des débats de l'IMA le 27 octobre, Philippe Danjou, membre du *Board* de l'IASB a évoqué, parmi les différents projets en cours, le chantier de la simplification des états financiers. Plusieurs mesures à plus ou moins court terme sont dans les tuyaux. « *Lors d'une conférence de la Fondation IFRS, le 27 juin dernier, le président de l'IASB Hans Hoogervorst a appelé à un changement des comportements de l'ensemble des parties prenantes pour évoluer vers une information financière plus transparente et plus pertinente et fait 8 propositions en ce sens* » explique Patrick Iweins, associé d'Advolis et président d'IMA-France.

► Produire une information significative

Premier pas vers la simplification, un amendement à IAS 1 sur la présentation des états financiers qui devrait être publié d'ici le 1^{er} janvier prochain. Il ne s'agit pas à proprement parler d'une modification de la norme mais plutôt de précisions dont l'application peut d'ailleurs être anticipée. « *L'amendement d'IAS 1 précise, à propos du concept de matérialité que l'objectif des états financiers doit être la production d'informations présentant un caractère significatif. Par ailleurs, il autorise une plus grande flexibilité dans la présentation des états de synthèse* » souligne Patrick Iweins. Outre cet amendement, l'IASB réfléchit à la possibilité de « *préciser la notion de caractère significatif, notamment dans la rédaction des notes annexes. On sait que 50 % des informations contenues dans les annexes ne présentent pas d'intérêt capital, que faut-il en faire ?* » s'est interrogé Philippe Danjou. À plus long terme, l'IASB envisage même de procéder à une revue intégrale des normes pour en traquer les exigences superflues !

► Un mouvement de fond qui mobilise tous les acteurs

Patrick Parent, le directeur des affaires comptables de l'AMF nous confiait sur ce blog il y a deux semaines sa volonté de faire avancer le dossier de la lisibilité des annexes aux comptes consolidés, quitte à prendre le risque de sortir de la logique du contrôle de l'exhaustivité de l'information pour se concentrer sur les données pertinentes. Après le régulateur, c'est donc au tour du normalisateur de se mobiliser.

Et les entreprises elles-mêmes se lancent dans l'exercice. Deux groupes français ont pris de l'avance dans la réflexion opérationnelle sur la simplification des annexes. Valeo qui a fait le choix de maintenir toutes les informations mais de faire un gros travail de présentation et de suppression des doublons. Orange dont la démarche, différente, a consisté à présenter les principes comptables les plus importants en tête de document et à renvoyer les autres à la fin des annexes. Ces deux exemples montrent que les entreprises ont compris que l'information, bien qu'exhaustive, n'atteint pas son objectif de transparence si elle est illisible. Mais ils montrent aussi la réticence qui subsiste à trier les informations pertinentes des autres, sur fond de crainte qu'on ne vienne reprocher la suppression d'une information rétrospectivement jugée capitale.

Fort heureusement, les normalisateurs semblent eux aussi décidés à s'amender.

La pertinence, thème central des comptes 2014

Billet du blog du 13/11/2014

La comptabilité a décidé de devenir lisible ! Il y a quelques semaines, Patrick Parent encourageait dans nos colonnes les entreprises à suivre l'exemple des quelques groupes français dont Valeo qui ont décidé de simplifier leurs annexes. Puis, il y a deux semaines, Philippe Danjou, membre du *Board* de l'IASB en visite à Paris a déclaré devant un parterre de directeurs financiers que l'IASB avait mis en route plusieurs initiatives pour rendre l'information comptable plus transparente, allant même jusqu'à envisager une cure d'amaigrissement de ses normes.

Cette ambition marquée de rendre les comptes plus lisibles et donc plus transparents s'est confirmée lors de la publication le 30 octobre de la traditionnelle recommandation de l'AMF en vue de l'arrêt des comptes. De l'avis des entreprises, la recommandation de cette année marque un changement de ton très net : l'AMF elle-même s'applique le principe de pertinence et témoigne d'une plus grande confiance vis-à-vis des entreprises. Les points d'attention se concentrent sur les trois normes (IFRS 10,11 et 12) applicables au 1^{er} janvier 2014 qui réforment la consolidation. Nous vous y renvoyons pour les aspects techniques. Quant à la pertinence, Eric Seyvos, associé du cabinet BMA nous explique, en sa qualité d'auditeur, comment il perçoit le changement du régulateur.

▣ **Labrador : La taille des annexes aux comptes consolidés est critiquée depuis des années, mais il semble qu'on assiste enfin à une prise de conscience collective sur le fait que la lisibilité de l'information est la condition même de sa transparence. Qu'en pensez-vous en tant qu'auditeur ?**

Il faut rappeler que la taille des annexes a quasiment doublé avec le passage aux IFRS. Cette « obésité » est donc la conséquence des exigences posées par les normes elles-mêmes de sorte qu'on ne peut en tenir entièrement rigueur aux entreprises. Cela étant, il faut avouer que les annexes comportent beaucoup de copier-coller de passages entiers des normes, ce qui engendre beaucoup d'information théorique sans intérêt et des doublons. Le problème, c'est que les entreprises, assaillies d'exigences réglementaires dans tous les sens, n'ont pas forcément l'envie ni le temps de faire court. Elles parent aux plus pressés. C'est pourquoi l'AMF les encourage aujourd'hui à « dépolluer » leurs annexes de tout le superflu. Ce n'est pas une exigence nouvelle du régulateur, mais pendant longtemps cette demande est apparue inaudible aux émetteurs.

▣ **Pour quelle raison le message de la pertinence était-il « inaudible » ?**

Prenons l'exemple d'IFRS 7 relative à la communication sur les risques. Lors de la première année d'application, ce n'était pas simple de déterminer le niveau de détail sur les risques qu'il convenait de donner, jusqu'où il fallait accepter de livrer des informations stratégiques, c'est pourquoi certaines entreprises ont choisi de paraphraser la norme. L'AMF s'est penché sur le problème, a compris la difficulté des entreprises et conclu qu'il fallait évoluer. C'est une vraie volonté politique qui ne touche pas seulement d'ailleurs les ...

- ... grands groupes du compartiment A. L'AMF a lancé également une réflexion au bénéfice des PME-ETI. Ce qui est nouveau cette année, c'est en effet que l'AMF, par l'intermédiaire de son directeur des affaires comptables affirme en public qu'elle est prête à jouer le jeu de la pertinence et à modifier elle-même l'esprit de ses contrôles.

▣ L'exemple de Valeo montre que si les entreprises s'engagent dans une démarche de lisibilité, elles répugnent encore à supprimer des informations, même inutiles... Valeo a précisé en effet qu'elle avait exclu toute idée de supprimer des informations.

De fait, au bout de plusieurs mois de travail leurs annexes ont été restructurées mais n'ont « maigri » que de trois pages... La simplification des annexes pose trois problèmes aux émetteurs : le risque d'une critique a posteriori, le manque de temps pour engager un chantier de simplification, et la question du niveau de détail et donc d'informations stratégiques à publier si l'on rompt avec les présentations standards et formelles actuelles... Cette réticence à supprimer de l'information est compréhensible car c'est une révolution dans les mentalités de tous les acteurs de l'information financière qu'il faut accomplir, ce qui prendra forcément du temps. Il est important de noter à ce sujet que l'AMF encourage les émetteurs à se rapprocher d'elle en cas de doute, elle entend développer un dialogue sur lequel les émetteurs vont sans doute pouvoir s'appuyer pour opérer un tri dans leurs informations sans craindre qu'on vienne leur reprocher plus tard ou que l'on soupçonne une intention de dissimulation dans ce qui ne sera qu'une volonté au contraire de rendre l'information plus lisible.

▣ De leur côté, les auditeurs vont devoir aussi accepter de suivre les émetteurs...

Les commissaires aux comptes ont les mêmes préoccupations que les émetteurs, ils ne veulent pas qu'on vienne leur reprocher un jour la disparition d'une information qui s'avérerait capitale.

Réforme européenne de l'audit : à vos marques !

Billet du blog du 05/02/2015

Au terme de 4 ans de débats, la réforme de l'audit a été adoptée au printemps 2014. Elle entrera en vigueur en France le 17 juin 2016, autant dire qu'il est temps de s'y préparer. Pour mémoire, celle-ci impose désormais une durée limitée aux mandats d'audit, fixée à 10 ans. Par exception à cette règle, les sociétés qui recourent à l'appel d'offres lors du renouvellement des cabinets peuvent conserver leurs auditeurs en place 20 ans car Bruxelles estime que l'appel d'offres garantit une relation d'indépendance saine entre contrôleurs et contrôlés. Mieux encore, celles qui recourent au joint audit, en pratique les sociétés françaises qui établissent des comptes consolidés, pourront garder leurs auditeurs 24 ans. Cela paraît long mais une étude récente de Proxinvest montre que nombre de grands groupes cotés ne sont pas loin de cette durée maximale pour l'un ou moins de leurs deux cabinets. Parmi les autres réformes, il y a le renforcement des liens entre le comité d'audit et les auditeurs externes, l'enrichissement du rapport d'audit qui devra se prononcer sur les risques ou encore une modification des missions autorisées et interdites aux auditeurs. Tout ceci entre en application en mai 2016. Pour autant, pas d'effolement, la directive prévoit des mesures de transition qui permettront d'éviter l'effet couperet en ce qui concerne la rotation désormais obligatoire des cabinets. Celle-ci entre en application au 17 juin 2020. En pratique, les mandats supérieurs à 20 ans pourront encore être renouvelés pour 6 ans jusqu'au 16 juin 2020. Ceux dont la durée est comprise entre 11 et 20 ans seront renouvelables jusqu'au 16 juin 2023.

► La durée légale du mandat d'audit maintenue à 6 ans

Pour l'heure, la Chancellerie, la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), le MEDEF et le H3C travaillent en semble sur les mesures de transposition de la directive européenne en droit français. Les réflexions qui ont commencé en septembre devraient s'achever au printemps prochain. D'ores et déjà, on commence à avoir quelques informations sur les choix de transposition qui devraient être effectués. S'agissant de la durée légale du mandat, le ministère de la justice entend le maintenir à 6 ans en France. Comme il ne s'articule pas avec la durée maximale de 10 ans fixée par Bruxelles, la Chancellerie travaille sur des mesures d'aménagement qui ne sont pas encore connues. Autre point qui commence à se cristalliser, la définition des entités d'intérêt public ou EIP autrement dit des sociétés concernées par la réforme. La France avait jusqu'ici une définition plus large que l'Europe qui englobait, outre les sociétés cotées, les banques et les assurances, les mutuelles et les associations faisant appel à la générosité publique. Sauf changement de dernière minute, la France va adopter la définition européenne : sociétés cotées, banques, assurances.

▣ Assouplissement des missions annexes

Par ailleurs, il est question de lever l'option dans le texte qui permet aux États membres d'allonger à 20 ans la durée maximum de présence d'un auditeur en cas d'appel d'offres. La France a réussi en effet à imposer son modèle à l'Europe de sorte que nombre d'entités pratiquant le co-commissariat aux comptes peuvent revendiquer le bénéfice des 24 ans (et même plus car les mesures transitoires allongent ce délai). Mais il y a des entités d'intérêt public qui n'établissent pas de comptes consolidés et n'ont donc pas deux auditeurs. Pour celles-là, la Compagnie nationale des commissaires aux comptes réclame la possibilité, via le recours à l'appel d'offres, de bénéficier du délai de 20 ans. Pour le reste, les auditeurs se félicitent de voir la fin du principe français selon lequel tout ce qui n'est pas expressément autorisé à l'auditeur est interdit. Désormais, sous l'influence de la directive, c'est la règle inverse qui s'applique, à charge pour les comités d'audit et les auditeurs de déterminer ensemble ce qui peut être réalisé comme mission sans porter atteinte à l'indépendance des auditeurs. Bien entendu, Bruxelles liste une série de prestations interdites pour des questions d'autorévision comme par exemple la tenue de comptabilité. Le changement porte sur les DDL, diligences directement liées. Techniquement, celles-ci disparaissent puisqu'il n'y a plus lieu de formaliser les autorisations de missions. Cette contrainte DDL s'était fait sentir notamment en matière de RSE quand les cabinets avaient commencé à certifier ces informations en dehors de tout cadre juridique. Ils étaient techniquement dans une situation d'incertitude juridique. Pour l'avenir, si une nouvelle mission surgit et qu'elle n'entre pas dans la liste des activités interdites, il appartiendra aux auditeurs de décider avec le comité d'audit s'il est possible ou non de l'accomplir dans le respect du principe d'indépendance.

On saura d'ici quelques semaines le détail des mesures de transposition de la directive. Pour l'heure, certaines sociétés ont déjà anticipé la réforme et changé d'auditeurs, d'autres attendent tranquillement la fin du délai.

Prospectus : l'information inutile est nuisible !

Billet du blog du 04/06/2015

Nous évoquions la semaine dernière ici même la réponse de l'AMF à la consultation lancée par la Commission européenne sur le projet d'Union des Marchés de Capitaux ainsi que sur la refonte de la directive prospectus et le projet titrisation. La SFAF a initié avec Labrador un échange sur ce que serait le prospectus idéal en confrontant les besoins des analystes avec la réalité des émetteurs. Cette discussion constructive fut, dès le départ, placée sur le terrain du débat et de l'écoute sans posture des intérêts du marché. Tout en limitant nos réponses aux points sur lesquels Labrador, en tant qu'acteur de marché, est susceptible d'apporter son expertise, nous avons découvert que nos quelques convictions convergeaient très nettement avec celles des analystes. Voici les grandes lignes de notre position, nourrie de l'intelligence des échanges avec les analystes de la SFAF :

Faut-il créer un prospectus simplifié pour les valeurs moyennes ?

Après avoir longtemps réfléchi et discuté de ce sujet, nous rejoignons la position de la SFAF et n'y sommes pas favorables. Il nous paraît en effet important que toutes les tailles d'entreprise fournissent la même qualité et la même exhaustivité d'information. En particulier parce qu'une entreprise de petite taille, peu ou mal connue, doit précisément bien informer pour inspirer confiance aux investisseurs. Cela étant, les valeurs moyennes n'ont pas les mêmes moyens logistiques que les très grandes entreprises, il faut donc tenir compte de cette contrainte et faire en sorte de leur simplifier la tâche. Il faut également rappeler que toute information inutile est nuisible.

Faut-il développer l'incorporation par référence ? Nous sommes contre l'incorporation par référence – sauf exception – car nous connaissons d'expérience ses inconvénients. Pour le lecteur, cela pose un problème d'accessibilité car il lui faut aller chercher l'information ailleurs que dans le document qu'il a en main. Quant à l'émetteur, il court le risque de rencontrer des problèmes d'informations parcellaires et de cohérence si tous les documents ne sont pas actualisés en même temps ou accessibles correctement.

Faut-il réviser les règles du résumé du prospectus ? Oui. En réaffirmant le principe de pertinence et en travaillant sur un texte lisible. Cela implique d'en raccourcir la taille (pas plus de 8 pages) et surtout d'en confier la supervision sur la forme non pas à des juristes mais à des professionnels de la communication, internes ou externes (analyste indépendant, rédacteur...) mais capables de traduire en langage accessible les informations de technique financière et juridique contenues dans le texte. Les règles d'écriture journalistique devraient s'imposer : information principale en tête de paragraphe, intertitres résumant le contenu des parties du texte, style accessible. D'une manière générale, nous pensons chez Labrador qu'il est capital de se concentrer sur l'information pertinente, et pas seulement dans le résumé. C'est une révolution culturelle que l'AMF, elle-même, a amorcé en invitant les émetteurs à suivre cette voie et en s'engageant, de son côté, à contrôler non plus l'exhaustivité mais la pertinence. Il y a une évolution globale des mentalités à mener pour faire évoluer l'information d'entreprise vers une information de marché plus qualitative et plus accessible.

Le régulateur doit-il limiter le nombre de pages du prospectus ? Ce n'est en réalité pas la bonne question. Là encore il faut privilégier l'information pertinente. Aussi et surtout, pour le lecteur érudit du prospectus, la taille importe peu puisque personne ne lit le prospectus en entier, ce qui est capital c'est de trouver rapidement la bonne information. C'est sur la pertinence et l'accessibilité qu'il faut faire porter les efforts plutôt que sur une limite superficielle de taille de document. Un prospectus a une durée de vie plus longue que ce que l'on pense. On y a recours très souvent.

Faut-il supprimer la version papier du prospectus ? Les préoccupations environnementales – parfaitement légitimes et en faveur desquelles nous nous engageons – sont parfois source de fausses bonnes idées. Ici, si l'on supprime la version papier, il y a fort à parier que le lecteur va imprimer lui-même ce qui sera dix fois plus polluant que le système actuel. Comme on le voit en matière de presse, un nouveau média ne chasse pas l'ancien mais s'articule avec ce qui l'a précédé. Il faut donc jouer la complémentarité entre la version papier (lecture, prise de note, archivage) et un document pdf permettant une recherche par mot-clef.

Nous remercions la SFAF pour les échanges fructueux auxquels ces travaux ont donné lieu. Ils ont réaffirmé notre conviction commune que l'information de l'entreprise ne doit s'écrire qu'au service des lecteurs – analystes, investisseurs et autres parties prenantes – dans une perspective de communication plus pédagogique, transparente et pertinente créant de la valeur pour les entreprises.

Et si on harmonisait les tableaux d'honoraires d'audit (bis) ?

Billet du blog du 18/06/2015

Chaque année depuis 2008, Labrador se penche sur les tableaux récapitulant des honoraires versés aux auditeurs qui sont publiés dans le document de référence. Oh, il ne s'agit certes pas de l'information la plus capitale d'un document de référence. Mais justement. Comme il ne s'y attache guère d'enjeux, on s'explique mal la difficulté qu'il semble y avoir à harmoniser cette information. Or, il faut bien se rendre à l'évidence : année après année, les pratiques en la matière demeurent très disparates.

Pour mémoire, rappelons que ces tableaux doivent présenter les honoraires versés par le groupe aux deux (parfois trois) cabinets composant le collège des auditeurs. Les sommes sont publiées par cabinet, sur deux exercices et distinguent à l'intérieur de l'enveloppe globale :

- les honoraires versés au titre de l'audit et des diligences directement liées, s'agissant du contrôle de l'émetteur et des filiales ;
- les honoraires versés au titre des « autres prestations », en clair du conseil, plus ou moins prohibé.

Ces informations permettent au lecteur, mais aussi et surtout à l'AMF et à l'organe de contrôle des auditeurs (H3C) de vérifier la bonne application des règles déontologiques encadrant la certification des comptes.

Notre étude 2015 porte sur les groupes du CAC 40, sauf Airbus, Arcelor et Solvay dont les données n'étaient pas disponibles au moment de la collecte.

Présentation générale et contenu informatif : 35 sociétés sur 37 sociétés fournissent l'ensemble des données requises : honoraires ventilés par nature de prestation, société mère/fille, comparaison avec N-1 et pourcentage de variation. Deux sociétés publient des tableaux succincts, comportant des montants globaux non ventilés et sans mention de pourcentages de variation.

Nombre de tableaux : Comme l'an dernier, nous avons toujours 5 groupes sur 37 qui publient deux tableaux au lieu d'un, soit un tableau par exercice. Ce chiffre est stable, ce qui a évolué c'est qu'il fut un temps où les entreprises publiaient un tableau par cabinet. Cette pratique a disparu.

Nombre d'exercices : Une seule société cette année fournit une comparaison sur N-1 et N-2, les 36 autres se contentent d'un seul exercice de comparaison. C'était déjà le cas l'an dernier.

Droite ou gauche : La pratique majoritaire, et américaine, consiste dans un tableau à présenter dans le sens de la lecture d'abord l'information relative à l'exercice n puis celle relative à l'exercice N-1. Cette année, 5 groupes font l'inverse. Ils étaient 4 en 2012 et 7 en 2013. Difficile dans ces conditions de tirer une tendance générale. Labrador estime nécessaire de s'aligner sur la pratique majoritaire. Cela facilite la lecture et évite des erreurs.

Emplacement document de référence : Dans la majorité des cas (31 sociétés sur 37), le tableau figure dans les états financiers de la société (rubriques : comptes sociaux, comptes consolidés, annexes, informations générales, complémentaires, éléments de patrimoine, société et capital). Quatre sociétés classent l'information dans la partie « gouvernance » du document de référence et deux dans la partie « risques et contrôles ».

Conclusion : pour la 9^e année consécutive... encore un effort !

L'AMF se mobilise pour la pertinence des annexes aux comptes

Billet du blog du 03/07/2015

L'AMF franchit un pas supplémentaire dans sa volonté d'encourager les sociétés cotées à simplifier leurs annexes. En septembre dernier, Patrick Parent, directeur des affaires comptables de l'AMF était venu à un petit-déjeuner de l'IMA encourager les émetteurs à suivre l'exemple de Valeo qui venait d'entreprendre une démarche de simplification de ses annexes. Las ! Quelques mois plus tard, il faut bien admettre que si tout le monde est d'accord sur la nécessité d'améliorer la lisibilité des annexes, très peu s'y mettent.

Dans sa présentation, l'AMF dresse un diagnostic sans concession : *« Après 10 années d'application des normes IFRS, le volume des états financiers des sociétés cotées s'est fortement accru. Les lecteurs (actionnaires, prêteurs, analystes, etc.) ont souvent du mal à exploiter ces informations et les préparateurs des comptes se heurtent à des difficultés dans leur élaboration. C'est pourquoi, depuis quelques années, l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), mais aussi l'Autorité des normes comptables (ANC) encouragent les sociétés cotées à faire évoluer les informations financières qu'elles publient ».*

C'est pourquoi l'AMF vient de publier hier un *« Guide sur la pertinence, la cohérence et la lisibilité des états financiers des sociétés cotées »*. Il s'agit bien d'un guide et non d'une recommandation car le régulateur n'entend pas imposer mais accompagner une évolution qu'il juge nécessaire. La démarche s'articule autour de trois concepts : pertinence, cohérence et lisibilité.

- La pertinence suppose de fournir des données spécifiques à la société, adaptées au contexte et dont le niveau de détail est fonction de l'importance du sujet. L'AMF cite l'exemple de Lafarge qui en 2014 publie une note sur le suivi de la situation en Syrie dans laquelle le groupe évoque l'évacuation de ses salariés, chiffre le montant des dépréciations relatives à l'UGT (unité génératrice de trésorerie) ciment Syrie et indique la valeur de l'actif net.
- La cohérence doit inciter par exemple les émetteurs à utiliser des sous-totaux identiques en communication financière et en compte de résultat. L'AMF cite différentes bonnes pratiques, par exemple Sanofi qui utilise l'agrégat dette nette dans la note relative à l'endettement financier ou bien encore Vinci qui évoque son BFR dans ses notes annexes.
- La lisibilité enfin suppose de penser l'organisation des états financiers en fonction de l'entreprise et non de la liste des informations que la réglementation impose de publier. L'AMF encourage l'utilisation de graphiques et de couleurs afin de retenir l'attention du lecteur. De même, elle conseille de publier un glossaire.

L'amélioration de la lisibilité des comptes et des annexes ne pourra être que le produit d'un effort commun. Les normalisateurs s'y mettent doucement, les émetteurs sont invités eux-mêmes à trier les informations pertinentes au lieu de tout publier mécaniquement et les régulateurs de leur côté doivent jouer le jeu pour ne pas qu'en bout de course les entreprises vertueuses soient pénalisées. L'AMF en est bien consciente, c'est pourquoi elle publie à la fin du guide une présentation de ses méthodes de travail appliquées lors des revues des états financiers afin de rassurer les émetteurs sur ses attentes. Cerise sur le gâteau, la compagnie nationale des commissaires aux comptes s'associe à la démarche. Les auditeurs sont donc prêts eux aussi à s'investir dans le processus de simplification. À vos annexes !

GOVERNANCE

Général 60

- L'État actionnaire se met à la gouvernance ! 60
- Le *benchmark* 2014 de votre gouvernance est prêt ! 62
- TARGET récompensé pour le meilleur PROXY 64
- Macron s'attaque aux retraites chapeau 65
- Gouvernance : les Midcaps au rapport ! 67

Conseil d'administration, actionnaires et assemblées 69

- L'AMF satisfaite de la première application du *say on pay* 69
- Administrateurs, ne séchez pas les assemblées ! 72
- Assemblées générales : l'AFG se dresse contre la loi Florange 74
- Assemblées générales : les sociétés de gestion vigilantes sur les dispositifs anti-OPA 76

Général

L'État actionnaire se met à la gouvernance !

Billet du blog du 11/09/2014

Dans le très aride mais passionnant rapport relatif à l'État actionnaire annexé au projet de loi de finances 2014, Pierre Moscovici et Arnaud Montebourg à l'époque respectivement ministre de l'économie et ministre du redressement productif, annonçaient la volonté de l'État actionnaire de se moderniser avec l'adoption « *d'une doctrine de gestion de ses participations* » laquelle devait être accompagnée d'une modernisation du cadre juridique applicable à l'État actionnaire, qu'il s'agisse de règles de gouvernance ou de règles régissant les opérations en capital. Ce projet a pris la forme d'une ordonnance présentée en conseil des ministres le 20 août dernier. Celle-ci s'inscrit dans le cadre plus large de l'article 10 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 qui habilite le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

► Influence réelle

Objectif ? Donner à l'État actionnaire, « *une capacité d'influence réelle, au moins égale à celle d'un actionnaire privé* ». Si le texte préserve certaines spécificités des entreprises à participation publique, notamment pour garantir une plus grande représentation des salariés et assurer la protection des intérêts stratégiques de l'État, en revanche sur de nombreux points il s'adapte aux évolutions de la gouvernance traduite dans le code AFEP/MEDEF. « *C'est une spécificité française que l'État soit actionnaire de sociétés figurant parmi les premières capitalisations boursières. Il est en effet essentiel qu'il intègre les dernières pratiques de gouvernance ce qui favorisera un fonctionnement harmonieux des conseils et rassurera les investisseurs* » commente Véronique Bruneau Bayard directrice de Labrador Conseil.

C'est ainsi que le premier volet de l'ordonnance relatif à la gouvernance des sociétés à participation publique « *met fin au paradoxe qui conduisait l'État à disposer d'une moindre influence en tant qu'actionnaire dans les sociétés à participation publique qu'un actionnaire privé* » en apportant les innovations suivantes :

- fin des règles spéciales concernant la taille des conseils et la durée des mandats ;

- simplification de la représentation de l'État au sein des sociétés publiques qui se rapproche de la règle de droit commun : nomination en assemblée générale et désignation d'un représentant unique des personnes morales nommées administrateurs ;
- clarification du rôle des administrateurs désignés ou proposés par l'État, en distinguant le rôle de l'État actionnaire de ses autres fonctions, telles que l'État client ou régulateur ;
- professionnalisation des administrateurs représentants l'État avec la possibilité pour l'État de proposer des administrateurs issus d'un vivier élargi, afin de pouvoir bénéficier de leur expérience
- féminisation des conseils

► L'État veut devenir un actionnaire « dynamique »

Le second volet de l'ordonnance, relatif aux opérations sur le capital, a pour objet d'instaurer « *un cadre juridique clair et protecteur pour les intérêts patrimoniaux de l'État* » et de lui donner « *la capacité d'agir en actionnaire dynamique* ». Il crée un cadre pour les opérations d'acquisition de participation et organise un contrôle des opérations de cession lorsqu'elles ont une portée significative y compris lorsqu'elles n'emportent pas de privatisation de la société concernée. Concernant les opérations réalisées par les sociétés à participation publique, l'ordonnance supprime un certain nombre de déclarations et approbations administratives devenues inutiles, qui compliquaient une gestion active de leurs participations en étant sources de coûts et de pertes de temps.

Le texte complet de l'ordonnance peut être consulté sur Legifrance ⁽¹⁾. Un décret doit venir compléter ses dispositions.

(1) JORF n°0194 du 23 août 2014 p.14009 texte n° 22

Le *benchmark* 2014 de votre gouvernance est prêt !

Billet du blog du 23/10/2014

L'administrateur référent est l'une des bonnes pratiques de gouvernance les plus encouragées par l'AMF et ça tombe bien, celle-ci se développe en France. C'est l'un des constats positifs de l'édition 2014 du Panorama annuel réalisé conjointement par Labrador et EY sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées : plus d'une société sur deux est désormais dotée d'un administrateur référent/vice-président du conseil. Toutefois, comme le souligne Véronique Bruneau Bayard, Directrice de Labrador Conseil, « *son rôle varie selon chaque société en fonction des missions que celle-ci souhaite lui conférer* ». Ainsi :

- 29 % des intéressés peuvent animer une réunion d'administrateurs indépendants en dehors des réunions du conseil ;
- 28 % ont la capacité de convoquer un conseil et/ou d'établir l'ordre du jour ;
- 13 % peuvent participer aux réunions de tous les comités ;
- 11 % évaluent la performance de leur dirigeant.

S'agissant de la composition des conseils, la féminisation gagne lentement du terrain (29 % de femmes dans les conseils du CAC 40 en 2013, 26 % dans le SBF 120, 24 % dans les Midcaps). Les administrateurs de nationalité étrangère sont 30 % dans le CAC 40, 22 % dans le SBF 120 et 12 % dans les Midcaps, les conseils français sont ainsi parmi les plus internationaux. En revanche, si les administrateurs étrangers commencent à trouver leur place « *leur représentativité n'est toujours pas en rapport avec le déplacement du centre de gravité de la croissance des groupes vers les pays émergents, ainsi seulement 4 % des administrateurs du CAC 40 sont issus de ces pays alors que les sociétés y réalisent 27 % de leur chiffre d'affaires* » précise Bruno Perrin, associé EY.

▣ De nouveaux comités apparaissent

Au chapitre du fonctionnement du conseil, on constate également des évolutions encourageantes. À côté des comités spécialisés déjà bien ancrés dans la gouvernance (audit, nominations, rémunérations), apparaissent de nouveaux comités : gouvernance, risques, éthique/RSE, stratégique.

L'évaluation des conseils par un tiers réellement indépendant gagnerait à se développer. En effet, seuls 18 % des conseils pratiquent cette évaluation au moins tous les 3 ans. « *Il ressort de notre expérience d'évaluation des conseils, que les sociétés apprécient de pouvoir disposer d'une analyse poussée et indépendante de leurs méthodes de travail suivie d'un plan d'action détaillé* » précise Véronique Bruneau Bayard. C'est également une bonne pratique de changer régulièrement d'expert extérieur pour réaliser cette évaluation.

En termes de rémunération, le montant des jetons de présence est passé de 49 milliers d'euros en 2011 pour le CAC 40 à 56 milliers d'euros en 2014. Le Panorama note que malgré cette progression, le montant des jetons de présence reste en retrait par rapport aux voisins européens. Ainsi, les sociétés allemandes versent le double de ce montant à leurs administrateurs et les sociétés anglaises, le triple ! Il est vrai que contrairement à leurs homologues européennes, les sociétés françaises lient systématiquement le versement des jetons de présence à l'assiduité... Quant aux jetons supplémentaires des présidents et vice-président, ils sont inférieurs à ceux des autres pays.

► Anticiper les signaux faibles

Du côté du contrôle interne, le Panorama révèle que la mise en place des outils est faite, les efforts portent désormais sur les outils technologiques dédiés et la vérification que les procédures fonctionnent. Les auteurs attirent l'attention sur un contrôle des risques encore trop formel. « *La cartographie des risques mériterait d'être davantage tournée vers l'action et l'anticipation des signaux faibles afin de contribuer plus efficacement aux choix stratégiques* » indique Thierry Moreau, Directeur Associé EY.

Le code de gouvernance AFEP/MEDEF permet de s'exonérer de certaines de ses dispositions, à condition d'expliquer lesquelles et pourquoi dans le Document de Référence au sein d'un paragraphe unique. Cette obligation de *comply or explain* n'est parfaitement appliquée que par 82 % des sociétés du CAC 40 et 78 % du SBF 120. Or, le *comply or explain* fait partie des bonnes pratiques sur lesquelles l'AMF n'entend pas transiger. Elle constitue en effet la contrepartie de la souplesse réglementaire accordée aux entreprises.

Comme chaque année, en sus des tendances générales précédemment mentionnées, le Panorama donne les résultats du rating gouvernance des sociétés cotées françaises. Cette année encore le rating progresse mais l'écart demeure significatif entre Midcaps et Bigcaps. Les résultats du rating ainsi que sa méthodologie sont détaillés dans l'étude disponible sur le site de Labrador.

Le Plus : Les auteurs du Panorama proposent de vous présenter le rating gouvernance de votre société indiquant votre positionnement par rapport à vos comparables (indice de cotation, montant du chiffre d'affaires, part du capital flottant, secteur d'activité...) alors n'hésitez pas à les contacter, voici leurs coordonnées :

Véronique Bruneau Bayard

Directrice Labrador Conseil

Tél. : +33 1 53 06 65 48

Email : bruneau-bayard@labrador-company.com

Thierry Moreau

Directeur Associé

Ernst & Young Advisory

Tél. : +33 1 46 93 50 01

Email : thierry.moreau@fr.ey.com

TARGET récompensé pour le meilleur PROXY

Billet du blog du 14/11/2014

► Labrador félicite son client Target ainsi que l'ensemble des gagnants du *Corporate Governance Award 2014*

Les « *Corporate Governance Awards* » ont été créés en 2007 par « *Corporate Secretary Magazine* ». La cérémonie a eu lieu le 5 novembre 2014, au Gotham Hall à New York.

L'un des points forts de notre année est de voir nos clients et amis nommés pour ces prix prestigieux. Nous célébrons avec eux et nous reconnaissons leur excellent travail et leur dévouement à la gouvernance d'entreprise, a déclaré Clint Williams, directeur du développement et des ventes.

Trois clients Labrador ont été nommés dans six catégories différentes, pour un total de sept nominations !

Nous tenons à féliciter tous les gagnants dans chaque catégorie et parmi eux, deux de nos clients, Target Corporation et Chesapeake Utilities. Nous sommes particulièrement fiers de la victoire pour le meilleur Proxy de Target Corporation ! a déclaré Laurent Rouyrès, Président de Labrador.

Pour en savoir plus :

<http://labrador-company.com/labrador-congratulates-target-corporation-2014-corporate-governance-award-winners/>

Macron s'attaque aux retraites chapeau

Billet du blog du 12/02/2015

Il se pourrait bien que les entreprises soient bientôt tenues de publier un nouveau rapport annuel sur les retraites chapeau. Le projet de loi Macron en cours d'examen à l'assemblée nationale prévoit en effet dans son article 64 que les entreprises et organismes débiteurs de ce type de rentes adressent chaque année un rapport à l'INSEE contenant pour l'année N-1 :

- le montant des engagements souscrits ;
- le nombre de rentes servies ;
- ainsi que le montant moyen et médian de celles-ci.

L'objectif de cette obligation nouvelle consiste à isoler très précisément les données des régimes de retraite relevant de l'article L. 137-11 parmi le grand ensemble des régimes de retraite à prestations définies. Pour l'heure, les chiffres disponibles évoquent 200 000 bénéficiaires pour un montant de rente moyenne de 5 000 euros. Évidemment, au-delà de ces données statistiques se dessine l'ambition d'une réforme. Le rapporteur de l'assemblée nationale note que plusieurs pistes sont envisageables :

- durcir les critères de progression des retraites chapeau AFEP/MEDEF (taux de remplacement de 45 % et progression de 5 % par an) ;
- subordonner l'acquisition des droits ou le niveau de la rente à la performance de l'entreprise ;
- renforcer des obligations de transparence tant au moment du départ que de l'acquisition des droits.

En tout état de cause pour le rapporteur « *une refonte plus globale et profonde de l'ensemble des régimes de retraite supplémentaire à prestations définies — et pas seulement de ceux qui bénéficient aux mandataires sociaux dirigeants de grandes entreprises — ne semble pas pouvoir être évitée à plus long terme* » en raison de l'entrée en application de plusieurs directives européennes.

La députée Karine Berger souhaitait aller plus loin en imposant la publicité du rapport. Son amendement n'avait pas la faveur du gouvernement et a donc été rejeté.

▣ La retraite chapeau conditionnée à la performance

L'autre nouveauté du projet de réforme, dans le prolongement du rapport Charpin sur les retraites chapeau remis au gouvernement au mois de janvier, est venue d'un amendement parlementaire qui a finalement opté, lors de l'examen du texte en commission des lois, pour l'une des pistes de réforme décrites par le rapporteur. Elle consiste à subordonner les retraites chapeau aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de l'entreprise. Il s'agit en réalité d'un alignement sur le régime des autres éléments de rémunération. À ce sujet, Emmanuel Macron a indiqué en commission « *Il est inadmissible que les mécanismes en question, qui sont des salaires différés pour les mandataires sociaux, soient totalement déconnectés de la performance de l'entreprise. Traiter ce sujet dans la loi constitue un durcissement par rapport au choix initialement fait en 2013 de traiter le problème à travers le code AFEP/MEDEF. M. Grandguillaume travaille — et nous y travaillerons avec lui — à la définition d'autres pistes qui pourront se révéler utiles pour aller encore plus loin. En attendant, l'amendement qu'il défend permet de franchir une étape en posant une contrainte en termes de performance. Il présente, en outre, l'avantage de ne pas chercher à dissuader par le biais de la fiscalité, méthode jusqu'à présent principalement suivie quelle que soit la majorité, et qui a touché non pas seulement des mandataires sociaux dont la rémunération a pu défrayer la chronique mais aussi des cadres de banque* ». Le texte tel qu'adopté en commission doit maintenant faire l'objet d'un vote de l'assemblée et du Sénat. De fait, il peut encore bouger dans les semaines à venir. Nous vous tiendrons informés !

Gouvernance : les Midcaps au rapport !

Billet du blog du 21/05/2015

L'Institut français de gouvernement des entreprises (IFGE) vient de publier, avec le soutien de l'Institut de recherche de Middelnext, et en partenariat avec BDO et la Financière de l'Échiquier, le rapport 2014 sur les entreprises faisant référence au code de gouvernance de Middelnext. Rappelons que ce code a été publié en 2009 et validé par l'AMF dans le but d'offrir aux Midcaps un guide d'application des principes de gouvernance adapté à leur profil. L'étude porte sur l'exercice comptable 2013. Il en ressort que 189 entreprises des compartiments A, B et C ont fait référence au code Middelnext, ce qui représente une progression de 22 % par rapport à l'année précédente ! Parmi elles, on compte 34 % de PME (moins de 250 personnes/Bilan inférieur à 43 millions d'euros), 56 % d'ETI (moins de 5 000 salariés et bilan inférieur à 2 milliards) et 3 % de grandes entreprises. Le chiffre d'affaires moyen des entreprises de l'échantillon d'élève à 303 millions.

► 76 % de monistes

Si le code n'impose pas de structure de gouvernance particulière, il suggère la séparation des pouvoirs de direction et de surveillance. En 2013, 114 entreprises – soit 76 % de l'échantillon – a choisi la forme moniste, contre 24 % la forme duale, étant précisé que le tiers des entreprises monistes sépare les fonctions de président et de directeur général. Les conseils d'administration contiennent en moyenne 7 membres dont 37 % déclarés indépendants. Ils se réunissent en moyenne 6 fois par an, avec un taux de présence de 87 %. La proportion de femmes est de 21 %. Dans les structures duales, le conseil de surveillance comprend 7 membres, dont 52 % indépendants, ils se réunissent 6 fois par an avec un taux de présence de 88 % et 21 % de femmes.

► 102 entreprises ont au moins un comité d'audit

S'agissant des comités, 102 entreprises ont au moins un comité. L'étude précise que les 32 entreprises qui n'ont aucun comité ont, pour la moitié d'entre elles, un conseil inférieur à 4 membres ce qui explique donc l'absence de comité. Parmi les entreprises qui ont un ou plusieurs comités, 67 % ont un comité d'audit, 53 % un comité des rémunérations et des nominations, 32 % un comité stratégique et 10 % un comité autres. Les entreprises de l'échantillon versent en moyenne 96 880 euros au titre des jetons de présence, mais les auteurs de l'étude précisent que ce chiffre cache d'importantes disparités. Ainsi, 29 % d'entre elles ne versent rien, alors que 13 % ont payé plus de 20 000 euros par administrateur en 2013. Si l'on exclut les entreprises les premières, le montant moyen des jetons de présence s'élève à 12 800 euros. Dans la moitié des entreprises, le versement est lié à l'assiduité.

▣ Rémunération : d'importantes disparités !

La rémunération moyenne fixe et variable (mais hors stock-options) des dirigeants est de 538 000 euros, mais là encore constate d'importantes disparités : 17 % versent moins de 150 000 euros, 26 % moins 150 000 et 250 000 euros, 36 % entre 250 000 et 500 000 et enfin 21 % plus de 500 000 euros.

Chez les PME ETI la rémunération est un sujet aussi sensible que chez les grandes. Quand on observe le taux d'application des 15 recommandations du rapport par les 189 sociétés étudiées, on s'aperçoit que les recommandations relatives à la rémunération des dirigeants sont un peu à la traîne. Alors que les autres sont suivies par plus de 170 entreprises, on tombe sous la barre des 170 concernant les éléments de la rémunération : indemnités de départ (166), retraites supplémentaires (163) et stock-options (162). Le fonctionnement du conseil est également un point faible. L'étude relève que 141 rapports seulement donnent des informations suffisantes en matière d'évaluation des travaux du conseil, tandis que 124 évoquent l'existence d'un règlement intérieur.

Conseil d'administration, actionnaires et assemblées

L'AMF satisfaite de la première application du *say on pay*

Billet du blog du 25/09/2014

Les occasions dans lesquelles le gendarme boursier est satisfait des entreprises sont suffisamment rares pour être signalées ! Dans son traditionnel rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, publié le 22 septembre dernier, l'AMF délivre un satisfecit aux sociétés cotées sur leur gouvernance. Oh, il y a bien ici et là encore des progrès à accomplir (critères d'indépendance des administrateurs, missions allouées à l'administrateur référent, informations relatives aux retraites supplémentaires...) mais globalement l'AMF salue les progrès accomplis. Elle souligne également l'introduction réussie du *say on pay* (vote sur la rémunération des dirigeants) appliqué pour la première fois cette année.

► 90 % des entreprises ont consacré un paragraphe au *say on pay*

Rappelons que le code AFEP/MEDEF de juin 2013 (complété par un guide d'application de janvier 2014) prévoit à ce sujet :

« Le conseil doit présenter à l'assemblée générale ordinaire annuelle la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Cette présentation porte sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social :

- la part fixe ;
- la part variable annuelle et, le cas échéant, la partie variable pluriannuelle avec les objectifs contribuant à la détermination de cette part variable ;
- les rémunérations exceptionnelles ;
- les options d'actions, les actions de performance et tout autre élément de rémunération de long terme ;
- les indemnités liées à la prise ou à la cessation des fonctions ;
- le régime de retraite supplémentaire ;
- les avantages de toute nature.

« Cette présentation est suivie d'un vote consultatif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires une résolution pour le directeur général ou le président du directoire et une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire ».

Selon le rapport de l'AMF (qui porte sur 60 sociétés cotées dont 36 du CAC 40), 90 % des sociétés de l'échantillon ont établi un paragraphe spécifique sur le sujet dans leur document de référence ou leur rapport annuel et/ou leur brochure de convocation à l'assemblée générale. La quasi-totalité de ces sociétés a utilisé le tableau récapitulatif proposé par le guide d'application du code AFEP/MEDEF.

► Cinq mauvais élèves sur soixante

Toutefois, 5 sociétés dont 3 du CAC 40, se sont contentées dans le texte de leur résolution, ou dans l'exposé des motifs qui les accompagne, de renvoyer aux informations contenues dans leur document de référence, ce que l'AMF qualifie d'insuffisant. Il se trouve en effet que tous les éléments de rémunération ne sont pas soumis au vote (par exemple les actions gratuites en sont exclues), d'où la nécessité de préciser ce qui relève du *say on pay* en ne se contentant pas de renvoyer à la rubrique « rémunération du document de référence ».

► Fort taux d'approbation

Un tableau dans le rapport indique par nature de rémunération le pourcentage de sociétés fournissant toutes les informations requises. Celui-ci est compris entre 53 et 86 %, excepté pour les retraites supplémentaires où l'information s'avère nettement insuffisante (32 % de l'échantillon, 25 % du CAC 40). On songera que c'est sans doute en raison de l'absence de retraites supplémentaires dans les sociétés concernées mais l'AMF précise : « *Lorsqu'un élément de rémunération n'est pas prévu dans une société (par exemple, en l'absence de rémunération variable), le guide d'application du code AFEP/MEDEF prévoit que la société doit indiquer :*

- *pour l'élément soumis au vote des actionnaires, que cet élément est sans objet ;*
- *pour la présentation de cet élément, que le principe de son attribution (par exemple, une rémunération variable) n'est pas prévu.*

À défaut de respecter ce formalisme imposé par le guide et de faire figurer ces mentions sans objet », la société ne sera pas considérée comme ayant correctement présenté l'élément de rémunération ».

L'AMF note que la totalité des sociétés de l'échantillon a bien respecté la recommandation 24.3 du code AFEP/MEDEF qui recommande de « *présenter au vote des actionnaires une résolution pour le directeur général ou le président du directoire et une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire* ». Résultat ? Les résolutions soumises ont toutes été adoptées par les actionnaires avec de très forts taux d'approbation dans l'ensemble : 91,40 % pour le CAC 40 et 92,59 % pour l'échantillon global. Des pourcentages qu'il convient de relativiser. D'expérience, on sait que la première année d'application du *say on pay* donne lieu à des votes indulgents. Il faut donc attendre un ou deux ans avant que les votes puissent être considérés comme vraiment significatifs. Par ailleurs, il faut tenir compte de l'éventuelle existence de blocs de contrôle pour nuancer le résultat d'un vote...

À peine en place, le *say on pay* pourrait déjà évoluer. La Commission européenne travaille en effet sur un projet inspiré du système britannique et plus contraignant que le nôtre composé d'un vote ex-ante triennal contraignant sur la politique de rémunération et d'un vote ex-post consultatif sur le rapport consacré à la rémunération. Mais nous n'en sommes pas encore là...

Administrateurs, ne séchez pas les assemblées !

Billet du blog du 20/02/2015

Deux ans après la publication de son rapport sur les assemblées générales des sociétés cotées, dans lequel l'AMF formulait 32 propositions d'amélioration dont l'essentiel en direction des entreprises et quelques unes à l'attention du législateur, le bilan est plutôt positif. Dans un rapport publié la semaine dernière sur son site, l'AMF se félicite que 7 propositions aient été en tout ou partie reprises à leur compte soit par le législateur soit par les associations d'entreprises. Les voici donc entrées dans la pratique.

Mais cet examen a aussi été l'occasion de faire remonter un certain nombre d'observations du terrain qui ont permis d'adapter les recommandations. Ainsi, 10 d'entre elles font l'objet de modifications plus ou moins profondes tenant compte des remontées d'informations des sociétés.

Aussi et surtout, l'AMF a décidé de publier 3 nouvelles propositions, dont une concerne le dialogue entre la société et les actionnaires, tandis que les deux autres portent sur les conventions réglementées.

► Les administrateurs doivent assister aux assemblées

La première nouvelle proposition insiste sur la nécessité pour les administrateurs d'être présents aux assemblées. Rappelons que la proposition numéro 1 publiée en 2012 incite les entreprises à « *conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolutions et postérieurement à l'assemblée générale* ». C'est dans le prolongement de celle-ci qu'il faut lire la *numéro 1 bis* ainsi rédigée : « *Encourager tous les administrateurs et en particulier ceux ayant des attributions spécifiques, tels que les présidents des comités du conseil et l'administrateur référent, à assister aux assemblées générales d'actionnaires* ».

► Affiner les contours du conflit d'intérêts

Dans le prolongement de la proposition 22 de 2012 qui définit la notion de « *personne directement intéressée* » au sens des conventions réglementées : « *Est considérée comme étant indirectement intéressée à une convention à laquelle elle n'est pas partie, la personne qui, en raison des liens qu'elle entretient avec les parties et des pouvoirs qu'elle possède pour infléchir leur conduite, en tire ou est susceptible d'en tirer un avantage* », la proposition **22 bis** vise le cas d'un administrateur qui ne représente pas un actionnaire personne morale mais a néanmoins des intérêts dans cette personne morale. Elle recommande de : « *Veiller à ce qu'un administrateur en situation de conflit d'intérêts même potentiel sur un sujet à l'ordre du jour du conseil ne prenne part ni aux délibérations, ni au vote. Il en est notamment ainsi en cas de vote sur une convention réglementée intéressant un actionnaire avec lequel l'administrateur entretient des liens le plaçant en situation de conflit d'intérêts même potentiel, par exemple lorsqu'il a été nommé sur proposition de cet actionnaire* ».

▣ Les conventions qui durent...

La deuxième nouvelle proposition s'inscrit dans le prolongement de la proposition 27. Pour mémoire, celle-ci décrit les informations à fournir s'agissant des conventions qui perdurent dans le temps :

- « pour chacune des conventions autorisées au cours d'un exercice précédent et dont l'exécution a été poursuivie au cours du dernier exercice ou est susceptible d'être poursuivie ou encore interviendra au cours d'exercices futurs, les règles de calcul et d'ajustement dans le temps des conditions financières qu'elle prévoit ;
- une information particulière pour chacune de ces conventions ayant connu une évolution substantielle de leur montant ou de leurs conditions financières, liée par exemple à une indexation ;
- les conventions que le conseil a estimé ne plus répondre à la qualification de convention réglementée au regard de l'évolution des circonstances ».

La Proposition 27 bis nouvelle souhaite la modification du code de commerce afin : « que les actionnaires invités à voter sur des conventions susceptibles d'engager la société sur plusieurs exercices soient pleinement éclairés sur les modalités de calcul des conditions financières et leur(s) condition(s) d'ajustement dans le temps.

Par ailleurs elle estime nécessaire de : « Rappeler dans le rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées les règles de calcul et d'ajustement des conditions financières dans le temps pour chacune des conventions déjà autorisées dont l'exécution a été poursuivie au cours du dernier exercice ou est susceptible d'être poursuivie ou encore interviendra au cours d'exercices futurs ».

Rappelons que Bruxelles travaille actuellement sur un projet de refonte de la directive actionnaires qui pourrait modifier à terme le système existant. Mais pour l'instant le texte n'est pas encore définitivement arrêté.

Andréa Bonhoure

Brève : Nous avons le plaisir de vous informer de la parution du livre de Jean-Paul Pierret « L'entreprise à l'épreuve de la bourse » Anfortas Éditions 02/2015. Jean-Paul Pierret, ex-directeur de la stratégie d'investissement chez Dexia Securities et Président de la Commission des Émetteurs de la SFAF, a beaucoup contribué par la qualité de ses réflexions au rayonnement de la place de Paris. Nous l'avons interviewé il y a quelques semaines, l'entretien est en page 8.

Assemblées générales : l'AFG se dresse contre la loi Florange

Billet du blog du 12/03/2015

À l'approche des assemblées générales, il n'est pas inutile de faire une petite piqûre de rappel sur les best practices de gouvernance selon l'AFG. Fin janvier cette association a publié ses traditionnelles recommandations de vote à l'attention des sociétés de gestion (voir le communiqué du 20 janvier). Celles-ci ne varient guère d'une année sur l'autre, mais l'AFG insiste sur tel ou tel principe en fonction de l'actualité.

► Neutralité du conseil en période d'offre

C'est dans cette logique que l'association réaffirme cette année la nécessité du maintien de la neutralité du conseil d'administration en période d'OPA : « *L'AFG rappelle que le conseil d'administration est un organe stratégique, dont les décisions engagent la responsabilité de ses membres et façonnent l'avenir de la société. Animé d'un réel affectio societatis, le Conseil doit agir dans l'intérêt et pour le compte de tous les actionnaires et les assurer de sa neutralité en période d'offres publiques* ». Évidemment, on ne peut que songer, en lisant cette recommandation à la fameuse loi Florange du 29 mars 2014 qui a précisément introduit l'abandon du principe de neutralité du conseil en permettant aux dirigeants de se défendre en cas d'OPA hostile grâce notamment à des dispositions financières (ventes d'actifs stratégiques, endettement, etc.), ou encore en faisant appel à un cavalier blanc (offre de rachat amicale de la part d'une autre entreprise).

► Une action, une voix

Autre recommandation en contradiction directe avec la loi Florange, la réaffirmation du principe phare de l'AFG à savoir « une action, une voix ». L'association s'explique : « *Le principe "une action, une voix" permet d'éviter que des détenteurs significatifs mais minoritaires puissent faire prévaloir leurs positions lors du vote des résolutions ou prennent le contrôle de la société de façon rampante. Il évite l'apparition de décotes sur la valeur des titres concernés résultant de la dissociation entre pouvoir en assemblée générale et risque financier réellement pris* ». L'AFG a donc invité officiellement par lettre les sociétés concernées dans le SBF 120 par les dispositions de la loi « Florange » du 29 mars 2014 généralisant les droits de vote doubles, à proposer à leur assemblée générale d'adopter une résolution rétablissant l'égalité des droits entre tous les actionnaires.

► Cessions d'actifs

Au titre des recommandations 2015, l'AFG préconise également toute une série de mesures visant à renforcer le pouvoir des actionnaires. Ainsi, elle recommande que les cessions d'actifs ayant un caractère significatif et/ou stratégique soient soumises préalablement au vote des actionnaires. Cette question fait précisément l'objet à l'heure actuelle d'une consultation de l'AMF lancée le 19 février. Les réponses doivent être envoyées au plus tard le 20 mars. L'AFG recommande également au titre du renforcement du pouvoir des actionnaires :

- la généralisation en 2015 pour toutes les entreprises et pour tous les actionnaires du vote électronique ;
- la vérification par le conseil que le rapport annuel/document de référence permet bien aux actionnaires d'accomplir leurs responsabilités et devoirs et d'évaluer la direction de la société, son conseil et sa stratégie ;
- la mise à disposition des documents relatifs à l'assemblée générale aux actionnaires au moins 28 jours avant la tenue de celle-ci.

► Transparence et contrôle des rémunérations

Enfin, s'agissant de la transparence des rémunérations des dirigeants et plus précisément du *say on pay* mis en place l'an dernier à la suite d'une révision du code AFEP/MEDEF, l'AFG souligne qu'elle est « favorable au vote ex-ante des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants mandataires sociaux et pas seulement ex-post sur sa mise en œuvre ». Le *say on pay* recouvre en effet une large variété de dispositifs permettant aux actionnaires de s'exprimer sur la rémunération des dirigeants. La France a débuté en la matière par un dispositif *a minima* qui permet aux actionnaires de donner leur avis a posteriori sur ces rémunérations, mais d'autres pays soumettent les rémunérations à un vote préalable dit « ex ante ». Par ailleurs, l'AFG entend responsabiliser les conseils en réclamant que ceux-ci veillent à la cohérence du niveau et de l'évolution de leur montant, en prenant en compte notamment, la conjoncture, la concurrence et la politique sociale de l'entreprise. La transparence en matière de rémunérations doit encore se renforcer : s'agissant de la part variable de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, l'AFG demande notamment que soient indiqués les taux de réalisation des différents critères en séparant clairement les éléments quantitatifs et qualitatifs.

Assemblées générales : les sociétés de gestion vigilantes sur les dispositifs anti-OPA

Billet du blog du 23/04/2015

Chaque année, l'AFG (Association française de gestion) réalise une étude pour savoir comment ses adhérents votent. Publiée le 7 avril dernier, l'enquête portant sur les votes des sociétés de gestion françaises aux assemblées générales qui se sont déroulées en 2014 révèle ainsi un accroissement global de + 3 % du nombre de participations aux assemblées générales, dont + 12 % à celles de l'Union européenne. Et l'AFG de préciser que les AG d'émetteurs étrangers représentent désormais les quatre cinquièmes de celles auxquelles participent les SGP. Précisons que cette étude a été réalisée auprès de 58 SGP, de toutes tailles (dont les 10 plus importantes) et de tout profil, gérant au total 360 milliards en actions cotées dont 35 % de sociétés françaises et 41 % de sociétés UE. Ces SGP exercent leur vote à plus de 70 % de leurs actions cotées, et même à 80 % s'agissant des actions de sociétés françaises !

► Stock-options et actions gratuites sous surveillance

S'agissant du sens des votes, les SGP n'ont pas approuvé environ 1/5 des résolutions. Dans 75 % des AG françaises, une résolution au moins a donné lieu à un vote d'opposition, contre 60 % des AG étrangères. Sans surprise, c'est le sujet de la rémunération qui a concentré les votes d'opposition l'an dernier : 40 % des résolutions proposées à ce titre ont été contestées ! L'un des points de discorde porte sur les critères objectifs déterminant l'attribution de stock-options et actions gratuites. Autre sujet qui concentre les votes d'opposition, toutes les mesures trop fortement dilutives et notamment les résolutions portant sur des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription. En revanche, les dispositifs anti-OPA ont suscité en 2014 moins d'opposition qu'en 2013 : 21 % contre 34 %. Cela étant, du fait de la suppression du principe de neutralité du conseil en cas d'OPA par la loi Florange, « *les gérants veillent et veilleront à l'avenir* », précise l'AFG qui est vent debout contre cette disposition, « *à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des dispositions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA* ». Enfin, l'étude révèle que les gestionnaires français sont attentifs à la nomination des membres du conseil et en particulier au nombre de membres libres d'intérêts ainsi qu'à la limitation du cumul des mandats.

▣ Une politique de vote plus transparente

Et pour terminer sur une note positive, 50 % des sociétés de gestion estiment que le dialogue avec les entreprises françaises est en nette amélioration. Un dialogue mené essentiellement tout au long de l'année (50 %), en amont (30 %) et pendant les AG (34 %). Les deux tiers des SGP évoquent désormais le gouvernement d'entreprise à l'occasion de ce dialogue (contre 39 % en 2006). Les SGP disent avoir pris l'habitude d'expliquer aux dirigeants leur politique de vote ce qui se traduit par l'envoi d'un document expliquant cette politique.

Rappelons que les principales recommandations de l'AFG en vue des assemblées générales qui se tiennent en ce moment vont droit à l'encontre de la loi Florange en réaffirmant le principe « une action une voix » qui est un des principes phares de l'AFG (contre les droits de vote double) et celui de la neutralité du conseil en période d'offre publique. L'AFG souhaite également un renforcement du dispositif *say on pay* dans le sens d'un plus grand pouvoir de l'assemblée.

RESPONSABILITÉ SOCIALE ET ENVIRONNEMENTALE

Général

78

- GDF-Suez pionnier du rapport intégré en France 78
- RSE : le devoir de vigilance sème l'inquiétude 80
- Quand les sujets ESG enrichissent la communication financière ! 82

Général

GDF-Suez pionnier du rapport intégré en France

Billet du blog du 11/12/2014

GDF-Suez vient de publier le premier rapport intégré du CAC 40. Celui-ci est encore provisoire et soumis à consultation, mais c'est un premier pas important. Valérie Bernis Directeur General Adjoint en charge des Communications, du Marketing, et de la Responsabilité Environnementale et Sociétale de GDF SUEZ explique dans cette interview la démarche du groupe. Nous avons demandé à Philippe Peuch-Lestrade, Deputy to the CEO de l'association IIRC (International Integrated Reporting Council) — qui nous avait déjà présenté sur ce blog le rapport intégré en avril 2013 — de nous expliquer en quoi cette démarche est innovante.

► **Labrador : GDF Suez vient de sortir un rapport intégré. C'est, dit-on, la première société française à le faire.**

Philippe Peuch-Lestrade : GDF Suez évoque cette idée depuis 2012 et s'était engagé à l'époque à sortir le premier rapport en 2015 sur les informations 2014. Finalement, le groupe a pris de l'avance puisque son document est sorti cette année et porte sur l'exercice 2013. C'est en quelque sorte une version zéro. Le rapport précise en effet sur sa couverture qu'il s'agit d'une « *version intermédiaire soumise à la consultation des parties prenantes* », mais sous cette réserve, on peut en effet considérer que c'est le premier rapport intégré en France, en tout cas à ma connaissance.

► **Mais pas le premier groupe dans le monde...**

On recense aujourd'hui plus de 3 000 entreprises publiant un rapport intégré. Au sein des entreprises adhérentes à l'IIRC, tous les membres n'ont pas forcément déjà publié ce type de rapport, mais nous avons déjà 120 rapports. GDF Suez lui-même n'est pas adhérent de l'IIRC. En revanche, nous comptons dans nos rangs Danone, Solvay, Vivendi, Sanofi... Parmi les grands groupes mondiaux qui publient déjà un rapport intégré, on peut citer SAP, Aegon, Generali, Takeda... C'est une très bonne nouvelle pour le rapport intégré en France qu'une entreprise de poids montre l'exemple en initiant cette démarche.

► Pour beaucoup, le rapport intégré est un concept un peu difficile à appréhender. De quoi s'agit-il exactement ?

Le rapport intégré n'est pas un résumé des autres rapports mais un document qui explique en quoi l'entreprise est différente, comment s'articule sa stratégie avec les tendances de son marché. Quand on est un groupe du CAC 40 implanté dans le monde entier, on ne peut pas se cantonner à publier des rapports fleuve sur la conformité avec la réglementation française, ça n'intéresse que très peu de personnes. D'où l'idée de l'IIRC d'établir un référentiel mondial souple de rapport intégré rassemblant données financières et extra-financières pour permettre aux dirigeants de rendre compte de la complexité de la gestion et répondre à la question : quelle est la mission de l'entreprise.

► En quoi votre document rompt-il avec l'information actuelle ?

Aujourd'hui on produit des documents de 600 pages, techniques, rétrospectifs, volumineux et abscons dans lesquels peu de personnes trouvent matière à prise de décision. Il faut envisager un nouveau mode de communication qui reflète mieux la réalité de l'entreprise. Un modèle inspiré des slides projetés lors des *road shows*. Nous proposons un document découpé en 7 chapitres qui permet cela. En plus cela répond aux exigences des nouvelles générations qui veulent qu'on réponde à trois questions : quelle est la mission de l'entreprise, qu'est-ce qu'elle leur apporte, qu'est-ce qu'eux-mêmes peuvent apporter ? Ce n'est évidemment pas en lisant le document de référence qu'on trouve des réponses à ces questions.

► Pour autant, ce rapport intégré ne remplace pas les rapports obligatoires...

Pas du tout, il joue vis-à-vis d'eux un rôle de poste d'aiguillage. Voyez le rapport GDF, il renvoie précisément à la fin aux documents obligatoires. L'objectif du rapport intégré est d'expliquer la façon dont on manage l'entreprise au-delà des prescriptions légales dans un document explicatif et prospectif.

RSE : le devoir de vigilance sème l'inquiétude

Billet du blog du 02/04/2015

Ce n'est pas le « grand soir » de la RSE, pour reprendre l'expression du député Dominique Potier, rapporteur de la proposition de loi sur le devoir de vigilance, mais aux yeux des entreprises ça y ressemble ! Lundi 30 mars les députés ont adopté en première lecture une proposition de loi qui impose aux entreprises de plus de 5 000 salariés (ou plus de 10 000 selon le nombre de salariés en France) de publier dans leur rapport annuel un « plan de vigilance »⁽¹⁾.

Ce plan de vigilance comporte :

- « *les mesures de vigilance raisonnable propres à identifier et à prévenir la réalisation :*
- *de risques d'atteintes aux droits de l'homme et aux libertés fondamentales,*
- *de dommages corporels ou environnementaux graves, ou*
- *de risques sanitaires résultant des activités de la société et de celles des sociétés qu'elle contrôle au sens du II de l'article L. 233-16, directement ou indirectement, ainsi que des activités de leurs sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels elle entretient une relation commerciale établie ;*
- *les mesures du plan visent également à prévenir les comportements de corruption active ou passive au sein de la société et des sociétés qu'elle contrôle ».*

► Dix millions d'amende civile

La nouveauté de ce texte par rapport à la loi Grenelle 2 de juillet 2010, c'est qu'il introduit un dispositif contraignant. Le non-respect de ce devoir de vigilance peut en effet être sanctionné d'une amende civile de 10 millions d'euros. Surtout, il pourra servir de fondement à une action en responsabilité contre l'entreprise dès lors que surviendrait une atteinte à l'une des valeurs visées dans le plan de vigilance qui pourrait être rattachée à un défaut de l'entreprise dans le respect de ses obligations.

Ce texte s'est fixé pour objectif de faire de la France un modèle mondial dans le combat consistant à imposer aux entreprises multinationales d'assumer la responsabilité des dommages occasionnés par leur activité. Loin de toute tentation de « grand soir » le rapporteur note que le texte est de l'intérêt même des entreprises. « *Le renforcement de la responsabilité des entreprises transnationales soulève la question de la compétitivité de l'économie française en général, et des entreprises françaises en particulier. Outre son bilan humain et environnemental dans les pays où il est pratiqué, le dumping sur les droits humains et les normes environnementales pénalise les entreprises implantées sur le sol français, qui demeurent soumises au droit national et à ses exigences ».*

(1) le texte est accessible à l'adresse
<http://www.assemblee-nationale.fr/14/ta/ta0501.asp>

et l'ensemble du dossier législatif sur :
http://www.assemblee-nationale.fr/14/dossiers/devoir_vigilance_entreprises_donneuses_ordre.asp

► Prévenir les accidents plutôt que provisionner les réparations

Autre argument de poids, il est moins coûteux et plus efficace de prévenir que de guérir : « *De plus, un meilleur contrôle de la chaîne de valeur profitera aux entreprises. Les coûts de réparation et de dédommagement en cas d'accident peuvent être importants et dépasser ceux liés à la prévention en amont des risques ; il est plus intelligent de consacrer des ressources à élaborer un plan de vigilance destiné à prévenir les accidents que de provisionner des sommes importantes dans l'éventualité de la survenue d'un sinistre* ». Enfin, toujours pour le rapporteur, il y va de la sécurité des entreprises elles-mêmes : « *Sans même évoquer les risques de sous-traitance dissimulée, une catastrophe, voire la simple révélation de mauvaises pratiques, ont généré des situations délicates à travers le monde au cours des dernières décennies. Aucune entreprise ne souhaite affronter les campagnes négatives qu'a dû subir un célèbre fabricant de chaussures tout au long des années 1990, lorsque les consommateurs avaient découvert les conditions de travail qui régnaient dans ses chaînes de montage en Asie, alors même que la réputation de qualité et l'image de la marque constituaient ses principaux arguments de vente face à ses concurrents* ».

Des arguments auxquels les juristes spécialisés opposent plusieurs critiques. D'abord ils s'inquiètent que l'on rompe avec la *soft law* sur un sujet pareil, qui plus est en anticipant sur les réflexions en cours au sein de l'ONU depuis 2011. Ensuite, ils regrettent que le texte n'ait fait l'objet ni d'une consultation, ni d'une étude d'impact alors qu'il entraîne potentiellement des conséquences lourdes sur la compétitivité des entreprises françaises, et ce, en pleine crise économique. Enfin, ils pointent le flou du texte qui en rend l'application difficile, les risques de conflit avec les droits locaux, l'alourdissement des processus interne de gouvernance et le remise en cause de quelques principes de base du droit français comme la responsabilité de l'actionnaire limitée à son investissement ou encore l'autonomie de la personne morale. En résumé, le devoir de vigilance est un objectif louable servi par un texte hautement critiquable. Le processus d'adoption de la loi ne fait que commencer, il lui faut maintenant passer l'épreuve du Sénat. En tout état de cause, il y a de fortes chances qu'il passe et que les entreprises soient tenues très vite de procéder à la mise en place de ce plan de vigilance. Affaire à suivre...

Quand les sujets ESG enrichissent la communication financière !

Billet du blog du 09/07/2015

Lors des Rencontres Financières Internationales annuelles de Paris Europlace, qui se sont tenues cette semaine, l'Observatoire de la communication financière (OCF) a présenté les conclusions de la première d'une nouvelle série d'études.

Au cours des dernières années, la communication des données Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG) a considérablement évolué et cette tendance devrait s'affirmer au cours des prochaines années. Si les sociétés sont relativement libres dans le choix de leur communication sur ces sujets, le niveau d'informations qu'elles doivent fournir ne cesse d'augmenter. Ce contexte a conduit l'OCF à mener une réflexion afin de savoir comment les sujets ESG peuvent enrichir la communication financière sous le regard croisé des émetteurs et des investisseurs.

Le premier enseignement de cette étude est la divergence de perception entre émetteurs et investisseurs sur les questions ESG. Si ces derniers font part d'un intérêt pour ces sujets, celui-ci n'est pas perçu par les émetteurs. Conséquence de ce ressenti, ils traitent les sujets ESG principalement dans des supports grand public : site Internet, présentation à l'assemblée générale, lettres aux actionnaires...

Émetteurs et investisseurs se rejoignent cependant sur l'intérêt pour une entreprise d'intégrer les sujets ESG dans sa communication financière. Ceci lui permet notamment de démontrer sa capacité à innover, anticiper les risques ou à mesurer l'impact de ses actions sur la société civile.

Mais, cet intérêt s'accompagne également de freins, aussi bien pour les émetteurs que les investisseurs. Les entreprises font part du peu d'intérêt des analystes et investisseurs *mainstream* (généralistes) sur les sujets ESG, qui sont essentiellement traités par des experts en la matière, ainsi que des difficultés de comparabilité avec les autres sociétés. Les investisseurs les rejoignent sur ce dernier point et font également part de leur interrogation sur la fiabilité des indicateurs présentés. Mais la principale difficulté résulte de la différence d'horizon de temps entre les thématiques ESG qui sont à moyen-long terme et les attentes des marchés en termes de performance à court terme.

Cependant, les réflexions actuelles sur le « Rapport intégré » témoignent de l'intérêt de faire converger informations financières et extra-financières. En effet, le souhait du marché est d'intégrer l'extra-financier au financier au sein de la stratégie des sociétés. Nul doute donc que les sujets ESG enrichiront la communication financière au cours des prochaines années !

Auteur des billets du blog :

ANDRÉA BONHOURS

Conformément à nos conditions générales, ce document est réservé à votre seul usage interne. Il est indissociable des éléments de contexte qui ont permis de l'établir.

Les informations fournies dans le cadre de ce document n'ont aucun caractère exhaustif et sont communiquées à titre purement informatif. Ce document ne peut en aucun cas être considéré comme constituant un démarchage, une sollicitation ou une offre de produits ou de services de la part de Labrador. Labrador ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation des informations fournies dans le cadre de ce document.

L'ensemble des éléments présentés ou communiqués dans le cadre de ce document, et notamment les textes, articles, plans, images, illustrations, photographies, bases de données et logiciels, sont protégés par le droit de la propriété intellectuelle et peuvent être confidentiels. Sauf autorisation expresse et préalable des représentants habilités de Labrador, la reproduction totale ou partielle de ces éléments, ainsi que toute communication à des tiers, sont interdites.

Ce document a été imprimé en France par un imprimeur certifié Imprim'Vert sur un papier recyclable, exempt de chlore élémentaire, certifié FSC, à base de pâtes provenant de forêts gérées de façon responsable sur un plan environnemental, économique et social.

« À propos de Labrador »

Fondé il y a plus de 20 ans, Labrador a fait de la communication réglementée son métier. Encouragé par la volonté de transparence des grands groupes, il est à l'initiative de l'émergence et l'adoption par le marché des meilleures pratiques. Labrador conçoit et réalise pour plus de 140 grandes sociétés cotées à Paris et à Wall Street tout type de documents financiers, extra-financiers ou relatifs à des opérations de marchés. Il en améliore continuellement la précision, la comparabilité, la disponibilité et l'accessibilité au plus grand nombre. Au travers de ses trois entités – Labrador Conseil, Labrador Édition et Labrador Translations, Labrador transforme la réalisation des documents réglementés en une opportunité de communication institutionnelle créatrice de valeur pour ses clients.



LABRADOR
LA COMMUNICATION RÉGLEMENTÉE

8, rue Lantiez - 75017 Paris
Tél. : +33 1 53 06 30 80

www.labrador-company.com

