

Revue Trimestrielle de Droit Financier

Corporate Finance and Capital Markets Law Review

Doctrine

La communication des sociétés cotées au sujet des enquêtes

Arnaud FÉLIX
Marie DE DROUAS

Position AMF n° 2013-03 : communication lors des opérations ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus

Charles CARDON

L'affaire Belvédère ou les effets contreproductifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse

Sophie VERMEILLE
Réglis BOURGUEIL
Adrien BEZERT

Institut Droit & Croissance/Rules for Growth

High Frequency Trading : Innovative Pollution

Edwin MENSAH

Essai autour d'une notion : la nature systémique des contrats bancaires

Vincent CATILLON

Complémentarité et concurrence des formes de sociétés commerciales en France : une approche statistique (chiffres 2012)

Pierre-Louis PÉRIN

Le recours à la fiducie – sûreté dans les financements de projet français vers une sécurisation juridique renforcée au bénéfice des prêteurs

Baptiste BOULARD

Chroniques

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Révision du Code Afep-Medef de juin 2013
François BASDEVANT

Financements structurés – Titrisation

La règle de rétention de 5 % applicable aux opérations de CLOs
Dimitrios LOGIZIDIS

Régulation des marchés

Lutte contre le blanchiment de capitaux : une nouvelle autorité administrative indépendante, la Commission nationale des sanctions

Olivier DOUVRELEUR

Non liquidation d'office des positions : pas de partage de responsabilité

Anne-Claire ROUAUD

Infractions financières (délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)

Brigitte GARRIGUES
Éric DEZEUZE
Nicolas RONTCHEVSKY

Fiscalité financière

La taxe sur les transactions financières : quel avenir ?
Slamak MOSTAFAVI

La communication des sociétés cotées au sujet des enquêtes

Arnaud Félix
Marie de Drouâs

Avocats à la Cour, Cabinet Clifford Chance Europe LLP

La communication au marché des sociétés cotées sur les enquêtes qui, directement ou non, les concernent a donné lieu, à tout le moins en France, à peu de commentaires¹. Il s'agit pourtant d'un sujet auquel la plupart des émetteurs – au premier rang desquels les grands groupes – seront confrontés au cours de leur vie sociale indépendamment de la qualité de leur dispositif de contrôle interne ou de maîtrise des risques. Dès lors que les sociétés cotées ne peuvent se prévaloir d'aucune présomption d'innocence pour faire abstraction de leurs obligations en matière de communication, elles peuvent être amenées à révéler au public l'existence d'une enquête ou des éléments de procédure. Mais à quel moment communiquer sans heurter le déroulement normal d'une enquête, et sous quelle forme ? Quelle stratégie de communication adopter dès lors qu'une enquête est susceptible de faire l'objet de fuites ? C'est le sujet qu'aborde le présent article en privilégiant la question des communications à l'occasion d'enquêtes relevant du droit de la concurrence, de la lutte contre la corruption et du droit boursier.

1. Le développement irrésistible des enquêtes

Trois grandes lignes de force illustrent l'impact croissant des enquêtes sur les sociétés cotées : une recrudescence des enquêtes dans divers domaines, des obligations de communication (ou de silence et de réserve) renforcées sans être nécessairement harmonisées et une plus grande sensibilité et réactivité des acteurs de marché et de l'environnement sociétal des entreprises.

1.1. La recrudescence des enquêtes dont les conséquences financières sont de plus en plus lourdes pour les émetteurs

Les enquêtes conduites par des autorités juridictionnelles ou administratives sont en augmentation comme on peut le remarquer au travers de la communication plus fréquente des émetteurs à leur sujet, que ce soit dans leurs communiqués de presse ou rapports annuels. Le niveau des amendes infligées est, en outre, exponentiel.

1.1.1. Les émetteurs face à une sévérité accrue

En matière de concurrence, les autorités nationales et européennes frappent de plus en plus fort depuis les années 2000 :

ententes et abus de position dominante sont sanctionnés de manière exemplaire. Ainsi, au niveau de la Commission européenne, les amendes dans les affaires de concurrence sont passées de 297 millions d'euros entre 1995 et 1999, à 3,7 milliards d'euros entre 2000 et 2004 pour atteindre 9,44 milliards entre 2005 et juillet 2009. Sur la période 2010-2012, le montant atteint déjà 5,36 milliards d'euros². En France, le montant moyen de sanction par entreprise a été décuplé en l'espace de huit années. Avant 2004, la sanction moyenne par entreprise était d'un million d'euros³ alors qu'aujourd'hui, elle avoisine les 10 millions d'euros⁴.

En théorie, les amendes peuvent aller jusqu'à 10 % du chiffre d'affaires hors taxes du groupe. En pratique, même si ce seuil n'est pas atteint, les amendes infligées sont très importantes et peuvent représenter plusieurs dizaines d'années de résultat de l'activité concernée⁵. Quant aux abus de position dominante, les amendes peuvent atteindre le milliard d'euros⁶. Les autorités de concurrence alourdissent, de surcroît, de manière considérable les amendes pour prendre en compte la réitération, à savoir la récidive⁷.

Parmi les émetteurs cotés, les groupes disposant de nombreuses filiales à l'étranger sont les plus exposés. Lorsque les pratiques sont mises en œuvre par une société filiale, que ce soit en France⁸ ou au niveau de l'Union européenne⁹, l'amende est, en effet, généralement imputée à la société-mère, sauf à démontrer que la filiale dispose d'une autonomie de comportement sur le marché par rapport à cette dernière ;

2 Statistiques disponibles sur le site internet de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu/competition/cartels/statistics/statistics.pdf>.

3 Rapport annuel du Conseil de la concurrence de 2004.

4 Rapport annuel de l'Autorité de la concurrence de 2012.

5 C'est le cas, par exemple, pour Saint-Gobain qui s'est vu infliger 880 millions d'euros d'amende dans une affaire d'entente dans le secteur du verre automobile. Déc. Commission CE, 12 novembre 2008, aff. COMP/39.125 – *Verre automobile* ; un recours devant le Tribunal de l'Union européenne est pendant.

6 1,06 milliard d'euros d'amende infligée à Intel en 2009 pour des pratiques relatives notamment à l'octroi de rabais aux principaux équipementiers informatiques en échange de l'exclusivité ou de la quasi-exclusivité concernant la fourniture des processeurs. Déc. Commission CE, 13 mai 2009, aff. COMP/C-3/37.990, *Intel*.

7 Ainsi, par exemple, la Commission européenne, dans sa décision du 27 mars 2012, a majoré de 90 % l'amende infligée à Arkema France au motif que celle-ci s'était déjà vue infliger des amendes pour avoir pris part à des ententes dans trois décisions précédentes de la Commission européenne concernant toutes le secteur des matières plastiques. Déc. Commission européenne, 27 mars 2012, aff. COMP/38.695 – *Chlorate de sodium*. L'Autorité de la concurrence, dans sa décision du 13 décembre 2012, a précisé que le montant de la sanction imposée (117 419 000 euros) à France Télécom intègre une majoration de 50 % en raison de six infractions similaires au droit de la concurrence déjà commises par l'entreprise au cours des quinze dernières années. Autorité de la concurrence, déc. n° 12-D-24 du 13 décembre 2012 relative à des pratiques mises en œuvre dans le secteur de la téléphonie mobile à destination de la clientèle résidentielle en France métropolitaine.

8 Par exemple, Autorité de la concurrence, déc. n° 11-D-02 du 26 janvier 2011, *Restauration des monuments historiques*.

9 CJCE, 10 septembre 2009, aff. C-97/08 P, *Akzo Nobel NV et autres c/ Commission*.

1 Pour une analyse aux États-Unis, voir l'étude de David M. Stuart et David A. Wilson "Disclosure Obligations under the Federal Securities Laws in Government Investigations", in *The Business Lawyer* ; Vol. 64, août 2009, p. 973 et s.

preuve quasiment impossible à rapporter lorsque la filiale est détenue à 100 % par la société-mère. Même lorsque la société-mère ne détient pas la totalité du capital de sa filiale, elle peut être tenue pour responsable des agissements de celle-ci¹⁰.

Outre les amendes infligées par les autorités de concurrence, les entreprises s'exposent à des actions en dommages et intérêts de la part des clients ou des concurrents. La plupart de ces affaires ne sont pas connues, les entreprises transigeant majoritairement, même si quelques précédents peuvent être cités en France¹¹. Aux États-Unis, où existe une action de groupe (*class action*), les cas sont bien plus spectaculaires¹².

Les émetteurs peuvent également être amenés à communiquer sur des faits de corruption.

Si les précédents en France en ce domaine sont relativement peu nombreux, on peut toutefois citer une affaire récente concernant le groupe Safran qui a été condamné au versement d'une amende de 500 000 euros par le tribunal correctionnel de Paris le 5 septembre 2012¹³. Postérieurement à cette décision, un rapport de l'OCDE¹⁴ est venu pointer les carences du droit français en ce domaine. A la suite de ce rapport, la ministre de la Justice a affirmé la détermination de la France "à renforcer l'efficacité de la répression de la corruption transnationale, et à étudier des réformes d'envergure"¹⁵. On devrait donc assister à un renforcement des moyens de lutte contre la corruption et, par conséquent, à une augmentation du nombre de condamnations prononcées par les juridictions pénales françaises.

Indépendamment des tribunaux français, les émetteurs français peuvent faire l'objet de condamnations pour faits de corruption prononcées par des juridictions en dehors de France, y compris à travers leurs filiales à l'étranger ou encore leur participation à des joint-ventures. Il faut reconnaître qu'une condamnation des autorités américaines sur le fondement du *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) est pour

les grands groupes français une source de risques de condamnation supplémentaire pour ne pas dire principale.

En matière boursière, même s'il n'est pas observé, au cours des dernières années, une augmentation du nombre des enquêtes ou un alourdissement du montant des sanctions (quand ce n'est pas une diminution certaines années)¹⁶, désormais, la Commission des sanctions n'hésite pas à infliger, au cas par cas, des amendes exemplaires. Précisons que, depuis la loi du 22 octobre 2010¹⁷, en ce qui concerne les principaux manquements boursiers, les sanctions peuvent être portées à un maximum (encore relativement abstrait) de 100 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Ce constat ne serait pas complet sans mentionner les condamnations en provenance de régulateurs boursiers étrangers.

1.1.2. Les émetteurs face à la globalisation des enquêtes

Les enquêtes se mondialisent sous le poids de réglementations qui se sont ramifiées vers des pays qui en étaient jusqu'alors dépourvus quand elles ne sont pas devenues extra-territoriales suivant le modèle américain (FCPA aux États-Unis et *Bribery Act* en Grande-Bretagne¹⁸). Cette globalisation des réglementations accompagne d'autres transformations dont elles sont à la fois l'effet, le relais et l'instrument.

Un même ensemble de faits ou circonstances peut aujourd'hui impliquer diverses autorités dans plusieurs pays¹⁹.

L'émetteur concerné doit donc disposer d'un système de suivi et de veille performant dans la mesure où une enquête conduite par une autorité juridictionnelle ou de contrôle peut intéresser d'autres autorités et mettre à sa charge des obligations déclaratives.

Un exemple récent en ce domaine est la condamnation de Goldman Sachs International (GSI) par la FCA à une amende de 17,5 millions de livres sterling pour l'avoir informée avec retard - au mois d'avril 2010 - de la procédure engagée par la SEC à l'encontre de sa maison-mère, Goldman Sachs²⁰. Pour le régulateur boursier, GSI aurait dû, dès février 2009, au moment où la SEC envoyait des convocations

10 Ainsi, dans une affaire *Sea Containers*, malgré une participation capitalistique limitée à 55 %, la Commission européenne a considéré que les deux sociétés constituaient "en fait une même entité économique" car elles avaient, entre autres, "le même secrétaire et les mêmes administrateurs". Déc. Commission CE... aff. 94/19/CE, 21 décembre 1993, *Sea Containers et Stena Sealink*.

11 Tribunal de commerce de Paris, 31 janvier 2012, *Sté Bottin Cartographes SAS et Sté Google France SARL et Google, Inc.*, condamnant Google au versement de 500 000 euros de dommages et intérêts pour la réparation des préjudices subis par la société Bottin Cartographes.

12 Pour un exemple en ce domaine, voir : *In re TFT-LCD (flat panel) Antitrust Litigation*. United States District Court, N.D. California n° M 07-1827 SI/MDL n° 1827, 28 mars 2010. Outre les amendes infligées par les autorités de la concurrence américaine, européenne et coréenne, les membres du cartel des écrans LCD ont dû transiger aux États-Unis à hauteur de 1,1 milliard de dollars pour mettre fin aux poursuites de consommateurs fondées sur une action de groupe.

13 Tribunal correctionnel de Paris, 5 septembre 2012, *Safran* (appel en cours). Il est reproché à Safran d'avoir corrompu des agents nigériens pour obtenir la signature d'un contrat dont l'objet était la production de 70 millions de cartes d'identité.

14 Rapport de phase 3 sur la mise en œuvre par la France de la Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption du 23 octobre 2012. Dans son rapport, l'organisation constate le nombre de condamnations prononcées par la France et l'immobilisme des autorités judiciaires, en relevant par exemple qu'Alstom (nommément désignée dans le rapport) a été condamnée par les juridictions de plusieurs États mais que la France ne s'est jamais intéressée aux faits révélés par ces juridictions.

15 Communiqué de presse du 24 octobre 2012 de Madame Christiane Taubira, garde des Sceaux, ministre de la Justice.

16 Le nombre de sanctions prononcées par l'AMF s'établissait à 25 en 2006 avec 75 personnes sanctionnées contre 18 en 2012 avec 54 personnes sanctionnées, pour un montant total d'environ 18 millions d'euros et 17,5 millions d'euros, respectivement. (Source : rapports annuels de l'AMF.)

17 Article L. 621-15 du Code monétaire et financier.

18 Au titre du *Foreign Corrupt Practices Act* américain de 1977, des sociétés non américaines peuvent être exposées à des condamnations civiles ou pénales en cas de collusion avec un résident américain auteur de faits de corruption. S'agissant du *Bribery Act*, il peut s'appliquer aux entreprises non-britanniques dès lors qu'elles exercent une activité, en tout ou partie, au Royaume-Uni, indépendamment du lieu de leur siège social.

19 Les investigations de 2011 sur le Libor et Euribor en sont une illustration avec des enquêtes conduites simultanément par la *Financial Conduct Authority* britannique (FCA, anciennement *Financial Services Authority*), la *Commodity Futures Trading Commission* américaine (CFTC), la *Securities and Exchange Commission* américaine (SEC), le Département de Justice américain (*Department of Justice*) et la division concurrence de la Commission européenne.

20 Dans cette affaire, l'enquête concernait les activités du fonds Abacus et de l'un de ses cadres. Précisons que ce dernier était également employé par GSI et enregistré auprès de la FCA, ce qui intéressait naturellement le régulateur anglais.

à Goldman Sachs, s'interroger sur l'opportunité de le contacter. Il aurait dû, à tout le moins, l'informer, au mois de juillet 2009, de l'envoi par la SEC à sa maison-mère et à l'un de ses cadres d'une notification de griefs (*Wells Notice*). A lire la décision de sanction²¹, Goldman Sachs a pu considérer qu'une information de la FCA n'était pas immédiatement nécessaire dans la mesure où un accord transactionnel avec la SEC pouvait aboutir et, qu'une fois signé, un tel accord aurait été insusceptible d'avoir un impact financier majeur sur le groupe. Cet argument est balayé par la FCA. GSI est condamné à une amende disciplinaire pour avoir tardé à informer le régulateur britannique des procédures engagées par un autre régulateur, la SEC, et avoir mis en place un dispositif d'alerte et de *reporting* défaillant.

La globalisation des enquêtes se traduit également par une plus grande coopération entre autorités administratives ou judiciaires.

Dans son rapport annuel 2012, l'AMF indique avoir adressé des requêtes d'assistance aux régulateurs de 34 pays différents et avoir, de son côté, reçu 159 requêtes d'assistance de ses homologues étrangers, dont 46 ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête par l'AMF²².

Une telle coopération existe également en matière de concurrence où elle est particulièrement institutionnalisée.

Au niveau européen, le Réseau Européen de la Concurrence (REC) réunit les autorités nationales de concurrence (ANC) des vingt-sept Etats membres de l'Union européenne autour de la Commission. Le REC associe les ANC à l'adoption des décisions de la Commission en matière de concurrence, par le biais d'un comité consultatif appelé à donner son avis sur tout projet de décision concernant un cas d'entente ou d'abus de position dominante.

Il existe, en outre, une coopération particulièrement intégrée qui, non seulement permet l'existence de relations entre les autorités de concurrence et la Commission, mais aussi entre les autorités de concurrence organisées par le Règlement n° 1/2003²³ permettant de s'échanger des informations et de coopérer en matière d'enquêtes²⁴.

Dans sa décision du 4 décembre 2008²⁵, le Conseil de la concurrence français a pour la première fois utilisé le mécanisme de coopération prévu au sein du REC pour solliciter l'autorité de concurrence britannique (*l'Office of Fair Trading*) afin qu'elle mène pour son compte des visites et saisies au Royaume-Uni, pays dans lequel le siège de plusieurs entreprises impliquées dans les pratiques en cause se trouvait²⁶.

21 Voir : Notification finale, en date du 9 septembre 2010, du FSA à Goldman Sachs International.

22 AMF, Rapport Annuel 2012, Chapitre 5 - *La surveillance et la discipline des marchés*, p. 126-127.

23 Article 12, Règlement n° 1/2003, en date du 16 décembre 2002, relatif à la mise en œuvre des règles de concurrence prévues aux articles 81 et 82 du Traité.

24 Précisons que, s'agissant des échanges d'informations, les ANC peuvent communiquer des informations ou documents qu'elles détiennent ou qu'elles recueillent, à leur demande, à la Commission européenne ou aux autres ANC.

25 Autorité de la concurrence, déc. n° 08-D-30 du 4 décembre 2008 relative à des pratiques mises en œuvre par les sociétés des Pétroles Shell, Esso SAF, Chevron Global Aviation, Total Outre Mer et Total Réunion.

26 D'après le Conseil de la concurrence, cette collaboration a permis de

La coopération entre autorités de concurrence s'étend au-delà de l'Europe. Ainsi, les relations entre les Etats-Unis et l'Union européenne sont encadrées par un accord bilatéral en matière de concurrence²⁷. Des accords très similaires existent entre l'Union européenne, d'une part, et le Canada²⁸, le Japon²⁹, la Corée du Sud³⁰, et très récemment la Confédération helvétique³¹.

Ces accords permettent ainsi au niveau international de mener des enquêtes parallèles simultanées.

Cette coopération n'est, en effet, pas seulement bilatérale mais peut être multilatérale. L'Union européenne a ainsi pris des mesures pour coopérer, entre autres, avec le Brésil, la Chine et l'Inde, et est membre du Réseau international de coopération qui permet aux autorités de la concurrence dans le monde de partager leurs meilleures pratiques et leur savoir-faire.

Le premier cas de coopération internationale a eu lieu en 2003. La Commission et les autorités de concurrence des États-Unis, du Canada et du Japon ont étroitement coordonné leurs enquêtes dans l'affaire des *stabilisants thermiques*³². Le cartel des *luyaux marins*³³ illustre également la coopération internationale mise en œuvre dans le cadre d'enquête de concurrence.

Le risque d'un effet domino pèse donc sur les entreprises cotées auteurs de pratiques anticoncurrentielles ayant des effets sur plusieurs territoires, et le montant cumulé des amendes peut atteindre des montants très significatifs.

La coopération est, en outre, non seulement verticale mais également horizontale, que ce soit, par exemple, entre auto-

.....
collecter des preuves suffisantes permettant d'établir une entente entre compagnies pétrolières qui aurait faussé la concurrence lors d'un appel d'offres sur le marché du carburacteur à La Réunion.

27 Accord entre la Commission des Communautés européennes et le gouvernement des États-Unis concernant l'application de leurs règles de concurrence du 23 septembre 1991, *JO L 95 du 27.4.1995*, p. 47 et 50. Cet accord prévoit la notification réciproque des mesures d'application du droit de la concurrence affectant des intérêts importants de l'autre partie, l'échange d'informations non confidentielles et des réunions périodiques entre autorités. Enfin, il stipule également qu'une partie peut inviter l'autre à enquêter dans sa juridiction sur des pratiques anticoncurrentielles susceptibles d'affecter ses intérêts.

28 Accord entre les Communautés européennes et le gouvernement du Canada concernant l'application de leur droit de la concurrence du 17 juin 1999, *JO L 175 du 10.7.1999*, p. 50-60.

29 Accord entre la Communauté européenne et le gouvernement du Japon concernant la coopération en matière de pratiques anticoncurrentielles du 10 juillet 2003, *JO L 183 du 22.7.2003*, p. 12-1.

30 Accord entre la Communauté européenne et le gouvernement de la République de Corée concernant la coopération en matière de pratiques anticoncurrentielles, *JO L 202 du 4.8.2009*, p. 36.

31 Communiqué de presse de la Commission européenne du 17 mai 2013, IP/13/444. L'accord entrera en vigueur dès qu'il sera ratifié par l'Assemblée nationale suisse et le Parlement européen.

32 Déc. Commission CE, 11 novembre 2009, aff. COMP/38 589, *Heut Stabilisiers*. Ainsi, dans l'Union européenne, les enquêteurs de la Commission ont procédé à des visites et saisies dans les locaux de 14 entreprises situés dans six États membres différents. Au total, 250 enquêteurs ont agi de manière coordonnée pour conduire des investigations sur trois continents (voir Troisième rapport de l'OCDE sur la mise en œuvre de la recommandation de 1998, "les ententes injustifiables").

33 Déc. Commission CE, 28 janvier 2009, aff. COMP/39 406, *Marine Hoses* (recours pendant). En mai 2007, les autorités de concurrence nationales en France, au Royaume-Uni, en Italie (sous l'égide de la Commission) et aux États-Unis initièrent au même moment des visites et saisies. Ces enquêtes furent suivies par d'autres enquêtes au Japon, en Corée du Sud, en Australie et au Brésil.

rités administratives et juridictionnelles. En France, le juge pénal et l'Autorité de la concurrence ont de nombreux outils leur permettant une coopération étroite. L'Autorité de la concurrence a la faculté³⁴, lorsque les faits lui paraissent de nature à le justifier de transmettre le dossier au procureur de la République. Les juridictions d'instruction et de jugement³⁵ peuvent réciproquement communiquer à l'Autorité de la concurrence, sur sa demande les procès-verbaux ou rapports d'enquête. Par exemple, l'Autorité de la concurrence a pu condamner des entreprises sur la base d'un dossier pénal³⁶.

La plus grande coopération entre autorités de concurrence peut ainsi aboutir à ce qu'une enquête en cours dans un pays donné puisse très rapidement, sinon simultanément, donner lieu à des enquêtes de concurrence dans d'autres pays, voire au lancement d'enquêtes pénales. Le risque identifié pour un pays dans un pan du droit peut donc se propager à d'autres pays ou à d'autres domaines.

1.2. Des stratégies de cantonnement du risque nécessairement imparfaites

Confrontés à un risque accru d'enquêtes ou de condamnations, les émetteurs se sont adaptés autant que faire se peut mais sans toujours pouvoir éliminer leur niveau d'exposition à ce risque.

1.2.1. Les outils permettant aux émetteurs de limiter les risques peuvent également les mettre à jour

La plupart des grandes entreprises se sont dotées de programmes de conformité ou de "compliance". Ces programmes ont pour principal objet de sensibiliser les collaborateurs, cadres dirigeants comme commerciaux, aux comportements anticoncurrentiels ou constitutifs de corruption ou de manquements boursiers. Les infractions au droit de la concurrence, en matière de corruption ou boursière peuvent, en effet, résulter de pratiques qui échappent au contrôle de la direction.

Grâce à son système de contrôle interne, l'émetteur peut identifier certains risques. Il peut ainsi mettre à jour des pratiques anticoncurrentielles, y mettre fin le plus rapidement possible et documenter l'arrêt des pratiques - rappelons que le montant des sanctions en droit de la concurrence est proportionnel à la durée des pratiques. La détection peut, en outre, permettre de bénéficier de la clémence des autorités pouvant aller jusqu'à une immunité totale d'amende pour l'entreprise dénonciatrice.

Parfois, l'identification des risques interviendra de façon fortuite à l'occasion de due diligence ou encore grâce à un mécanisme d'alerte professionnelle (*whistleblowing*)³⁷.

Ajoutons qu'en sus des mécanismes de contrôle interne, on voit chez les grands groupes se développer, à leur initiative,

34 Article L. 420-6 du Code de commerce.

35 Article L. 463-5 du Code de commerce.

36 Par exemple, Conseil de la concurrence, déc. n° 99-D-50 du 13 juillet 1999 relative aux pratiques anticoncurrentielles concernant le déménagement des militaires dans la région de Vannes ou encore Conseil de la concurrence, déc. n° 07-D-15 du 9 mai 2007 relative à des pratiques mises en œuvre dans les marchés publics relatifs aux lycées d'Ile-de-France.

37 On notera que le *Dodd-Frank Act* de juillet 2010 contient une disposition qui donne à la SEC la possibilité de rétrocéder à l'émetteur d'une alerte

des enquêtes en interne souvent diligentées par des tiers avec des moyens conséquents.

Lorsque des faits constitutifs d'un manquement sont découverts, l'émetteur devra s'interroger sur l'approche à adopter vis-à-vis de l'autorité de contrôle ou juridictionnelle compétente mais également la communication qu'il pourra ou devra donner au marché. Des émetteurs ont pu souhaiter annoncer publiquement la découverte de tels faits au sein de leur groupe ou dans des filiales qu'ils venaient d'acquérir peu après avoir alerté les autorités compétentes.

1.2.2. La communication sur l'existence d'une enquête peut émaner de tiers

Il se peut également que la transmission de faits déclenchant une enquête n'émane pas de l'émetteur lui-même. La saisine des autorités de concurrence françaises ou communautaires peut être le fait de différents acteurs. Il peut s'agir de toute personne ayant un intérêt à agir, par exemple des fournisseurs, clients, associations professionnelles ou de consommateurs, d'anciens salariés, ou même de l'autorité elle-même.

Mais la saisine de l'autorité compétente peut aussi venir de concurrents. Dans ce cas, l'information donnée à l'autorité devient un élément de stratégie (voire de défense).

La plupart des affaires de cartel tranchées par les autorités de concurrence provient d'une demande de clémence. Notons que la Commission et les autorités nationales de concurrence ne publient pas de statistiques sur la part de cartels découverts grâce à une procédure de clémence. Mais en procédant à une lecture exhaustive des décisions de la Commission, on constate que la totalité des décisions récentes sanctionnant des cartels ont été découvertes grâce à une demande de clémence³⁸.

La clémence a pour objet de récompenser les entreprises qui révèlent l'existence de cartels (ententes entre concurrents) auxquels elles sont parties. Ainsi, une immunité d'amende est accordée pour la première entreprise demanderesse à la clémence. Cette exonération totale revêt un intérêt considérable pour la demanderesse si l'on prend en considération l'augmentation exponentielle du montant des amendes prononcées à l'encontre d'entreprises parties à une entente illicite. Par ailleurs, une exonération partielle, ne pouvant excéder 50 %, peut être accordée aux entreprises demanderesses ultérieures à la clémence (demanderesse de 2^{ème} voire de 3^{ème} rang).

La dénonciation devient un avantage pour une entreprise. Si l'entreprise entend se repentir, elle bénéficiera d'une exonération totale ou partielle tandis que les concurrents directs de la demanderesse pourront être sanctionnés très lourdement.

1.2.3. La propagation des enquêtes

La confidentialité sur une enquête ne peut pas toujours être préservée et, s'agissant d'enquêtes importantes, est impossible à préserver.

professionnelle (*whistleblower*) jusqu'à 30 % du montant d'une amende (voir *Dodd-Frank Act*, Section 922. *Whistleblower protection*).

38 En 2012, les trois décisions cartels de la Commission européenne étaient le fruit d'une demande d'immunité tout comme c'était le cas en 2011 pour les quatre décisions de la Commission sanctionnant des cartels et en 2010 de six décisions sur six.

a) Lorsque les enquêtes fuient

Les enquêtes peuvent faire l'objet de fuites dans la presse. Les exemples sont nombreux dans toutes les juridictions³⁹.

Contrairement à l'autorité de concurrence française qui reste silencieuse jusqu'à ce qu'une décision finale soit rendue, la Commission européenne communique dès le début d'une enquête. Elle publie généralement un communiqué de presse immédiatement après avoir effectué des visites et saisies dans les entreprises concernées. Puis, elle fait publiquement état de l'envoi de communications des griefs.

En France, l'AMF ne publie pas ses rapports d'enquête ou de contrôle. Ce n'est que si la procédure débouche sur une sanction que cette décision peut être rendue publique et mise en ligne sur son site internet. La position du collège de l'AMF a pu cependant être dévoilée par la presse en amont d'une décision de sanction prononcée par la Commission des sanctions⁴⁰ quand ce n'est pas l'AMF elle-même qui annonce l'ouverture d'une enquête⁴¹.

En matière pénale, les fuites sont quasiment systématiques.

Si le risque de fuites relativement à une enquête ne peut donc être écarté - et doit même être anticipé, il appartient à l'émetteur, selon la nature de l'enquête, d'apprécier l'imminence d'un tel risque en ayant à sa disposition un projet de communiqué qu'il pourra diffuser rapidement.

b) L'effet sur le cours de bourse

L'effet de l'annonce (volontaire ou non) d'une enquête sur le cours de bourse d'un émetteur n'est généralement pas neutre⁴².

Un émetteur a-t-il, dans ces conditions, intérêt à préempter une fuite et annoncer immédiatement l'ouverture d'une enquête ?

En matière de sanctions boursières, des études menées aux États-Unis⁴³ ont montré qu'une communication par un émetteur en amont d'une notification de griefs par la SEC (*Wells Notice*) n'offrirait pas pour ce dernier de réels avantages. Une telle communication n'était, en effet, pas de nature à amoindrir l'impact négatif sur le cours de bourse de l'émetteur concerné en comparaison d'une communication effectuée

immédiatement après réception d'une notification de griefs. Dans la plupart des cas, le marché interpréterait une annonce en amont comme l'anticipation par l'émetteur d'une probable sanction.

L'émetteur aurait-il alors intérêt à retarder la communication sur une enquête ?

Des recherches ont pu souligner les inconvénients d'une annonce tardive relativement à une enquête ou une sanction. Les travaux, notamment de Karpoff aux États-Unis⁴⁴, mettent en exergue la capacité que peuvent avoir des arbitragistes à pressentir de telles annonces en exploitant différents indices et en prenant des positions courtes sur la valeur de l'émetteur. De telles positions auraient pour conséquence une amplification de l'effet négatif sur le cours de bourse de ce dernier au moment où l'information est révélée au marché.

L'impact attendu sur le cours de bourse est certes une donnée essentielle à prendre en compte, mais c'est en quelque sorte oublier que le défaut de communication peut devenir paralysant pour l'émetteur qui cherchera à se défendre ou à protéger ses salariés à l'occasion d'une enquête. On comprend dans ces conditions l'importance que peuvent prendre les obligations de communication pour un émetteur concerné par une enquête qui voudra conserver une approche volontaire dans la gestion de celle-ci, y compris à l'égard des tiers et du marché.

2. Des obligations de communication accrues pour les émetteurs faisant l'objet d'enquêtes

Une enquête est une information que le marché veut connaître mais qu'il n'est pas nécessairement en droit de connaître. Pour l'émetteur concerné par une enquête, à quel moment et sous quelle forme communiquer sont deux questions essentielles.

2.1. A quel moment communiquer sur une enquête ?

Un émetteur doit déterminer si l'information sur des procédures en cours ou à venir relève du domaine de l'information permanente ou périodique voire aucun des deux, auquel cas, la communication au marché est laissée à son initiative.

L'analyse à effectuer n'est pas neutre. Remplir la condition d'information permanente signifiera, en principe, une communication immédiate au marché par voie d'un communiqué de presse (généralement *ad hoc*). Satisfaire la condition d'information périodique sans être soumis à l'obligation d'information permanente permettra à l'émetteur d'inclure (parfois de façon plus discrète) l'information relativement à une enquête dans le cadre de son rapport annuel, semestriel ou trimestriel.

2.1.1. Communiquer à tout moment : l'obligation d'information permanente

L'obligation d'information permanente, c'est-à-dire l'obligation de communiquer immédiatement sous la forme d'un

39 Par exemple, les éléments du rapport des enquêteurs de la DGCCRF alléguant une entente entre Orange, Bouygues Telecom et SFR avaient été retranscrits dans divers quotidiens nationaux tels que *Le Parisien* ou *Les Echos*. La stupéfaction du Conseil de la concurrence redoubla même lorsque certains journaux annoncèrent la condamnation de ces sociétés la veille du prononcé de sa décision.

40 Déc. Commission des sanctions, 12 avril 2013, *SNCF Participations/Geodis*. Dans cette affaire, la position du Collège de l'AMF demandant à la Commission des sanctions une sanction exemplaire à l'encontre de la personne mise en cause avait été rendue publique le jour même.

41 Voir : communiqué de presse de l'AMF du 10 novembre 2011. "L'Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d'une information erronée par Standard & Poor's".

42 Pour un exemple récent en ce domaine, voir Saipem, dont le cours de bourse chutait de plus de 8 % au lendemain de l'annonce, le 5 décembre 2012, d'une enquête menée par les juridictions italiennes sur des allégations de corruption concernant certains contrats conclus en Algérie.

43 Voir : *Disclosures of SEC Investigations Resulting in Wells Notice*, de C. Nelson, S. Gilley et G Trombly, *Securities Litigation Journal*, volume 19, no. 4, été 2009. Inversement, une communication retardée n'offrirait pas non plus de réels bénéfices.

44 Voir notamment : *Do Short Sellers Detect Overpriced Firms? Evidence from SEC Enforcement Actions*, de Jonathan M. Karpoff et Xiaoxia Lou, 6 septembre 2008.

communiqué de presse, est inséparable de la notion d'information privilégiée. C'est la détention d'une information privilégiée par l'émetteur qui impose la communication immédiate au marché⁴⁵. L'émetteur faisant l'objet d'une enquête doit donc déterminer dans quelle mesure l'information relative à cette enquête est privilégiée.

L'information privilégiée, telle que définie par la Directive *Abus de marché*⁴⁶ et transposée en France⁴⁷, repose sur deux conditions cumulatives que sont la précision de l'information et son impact potentiel sur le cours de bourse de l'émetteur. Ces deux conditions, dont on peut penser qu'elles se suivent chronologiquement - ce n'est qu'une fois que l'émetteur aura déterminé que l'information qu'il détient est suffisamment précise, qu'il pourra s'interroger sur son effet potentiel sur son cours de bourse - ont été précisées par la Directive d'application 2003/124/CE⁴⁸.

a) Le test de précision

S'agissant de la condition de précision⁴⁹, l'information doit faire mention "d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira". L'information doit, en outre, "être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement" sur le cours de bourse de l'émetteur, ou, le cas échéant, celui des instruments dérivés liés aux instruments financiers qu'il aura émis.

Comment s'articulent ces différents éléments du test de précision pour l'émetteur faisant l'objet d'une enquête ?

Une première difficulté est d'ordre séquentiel : une enquête relève d'un processus étalé dans le temps, morcelé en plusieurs étapes qui ne sont généralement pas prévisibles jusqu'à ce qu'une condamnation soit rendue.

Sur ce point, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a précisé qu'il n'est pas nécessaire qu'un élément d'information soit complet ou exhaustif pour être considéré comme précis. "Chaque étape du processus, de la même manière que le processus lui-même pris globalement, peut constituer une information ayant un caractère précis"⁵⁰. Un émetteur doit donc s'interroger à chaque étape d'une enquête sur l'opportunité de communiquer au titre de son obligation

d'information permanente au-delà même de la communication qu'il aura pu effectuer au préalable sur l'existence de l'enquête le concernant. Dans ce cas, l'émetteur prendra soin à ce que sa communication soit suffisamment exhaustive pour éviter d'être dans l'obligation de renouveler celle-ci de façon trop récurrente.

Une seconde difficulté tient au caractère incertain d'une enquête. Quelle est, en effet, la probabilité raisonnable de réalisation d'une condamnation ou même d'un élément de procédure ? La CJUE, dans un arrêt du 28 juin 2012⁵¹, a estimé que pour remplir la condition de précision, l'émetteur doit se demander si s'agissant de l'événement ou de l'ensemble de circonstances qui le concerne, il existe une "réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront", rédaction qui a été reprise en substance dans le dernier projet de règlement européen d'application de la Directive *Abus de marché*⁵². L'émetteur est, en définitive, renvoyé à un test de vraisemblance qui du fait de la précision apportée par la Cour peut, *a priori*, sembler moins onéreux mais qui, en réalité, requiert de sa part un degré de diligence renforcé à chaque étape d'une enquête.

Une fois cette première analyse effectuée, l'émetteur devra encore établir si l'information sur l'existence d'une enquête lui permet d'"en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement" sur son cours de bourse. L'information peut relever d'un fait de procédure tangible, réel et certain (la simple existence d'une enquête est une information qui, en soi, est précise). Cependant, un émetteur pourra de bonne foi estimer que cette information n'est pas immédiatement exploitable par le marché car aucun effet ne peut encore, au stade de la procédure, être raisonnablement inféré du fait en question et que l'information est, de ce fait, imprécise.

b) Le test de matérialité (et comment il peut être agencé avec celui de précision)

Lorsqu'un émetteur aura, à l'issue de la première phase du test, conclu qu'une information sur une enquête a la précision requise pour être communicable, il devra encore déterminer si la seconde condition du caractère privilégié de l'information est remplie, à savoir son impact sur son cours de bourse.

S'agissant de cette condition de matérialité, la Directive 2003/124/CE précise qu'une information privilégiée est une "information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement"⁵³.

45 Article 6. Directive *Prospectus* n° 2003/71/CE.

46 La Directive *Abus de marché* (Article 1^{er}, Directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*Abus de marché*), en date du 28 janvier 2003) définit une information privilégiée comme "une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés".

47 Article 621-1, alinéa 2, du Règlement général de l'AMF.

48 Article 1^{er}, Directive 2003/124/CE portant modalités d'application de la Directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, en date du 22 décembre 2003. Cet article est transposé en France à l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF.

49 Article 1.1, Directive 2003/124/CE.

50 ESMA : *Market Abuse Directive : CESR Guidance on the Operation of the Market Abuse Directive : Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (CESR/06-562b), July 2007, Point 1.6.

51 CJUE, 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Gelit d/Daimler AG*.

52 Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) n° 2011/0295 (COD) en date du 20 octobre 2011, Section 4, Article 6, 2^e - Informations privilégiées : "(...) un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira (...)".

53 Le Règlement général de l'AMF reprend la rédaction de la directive de manière quasi-identique (article 621-1, alinéa 3, Livre VI, Titre II du Règlement général de l'AMF).

Rappelons que suivant la position de la CJUE dans l'arrêt *Spector*⁵⁴, "cette aptitude à influencer de manière sensible sur les cours doit s'apprécier, a priori, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit." L'impact sur le cours de bourse doit être déterminé *ex ante*.

L'annonce d'une enquête par un émetteur est en elle-même susceptible d'avoir un impact significatif immédiat sur son cours de bourse. Autant la condition de précision pourra sembler incertaine à remplir pour un émetteur concerné par une enquête, autant celle de matérialité paraîtra la plus simple à satisfaire, au moins pour les enquêtes les plus significatives. L'émetteur doit-il, dès lors, surpondérer la condition de matérialité au détriment de celle de précision et considérer, par prudence, qu'il vaut mieux communiquer à chaque nouvelle étape d'une procédure ? Faut-il considérer que la condition de matérialité préempte – voire absorbe – celle de précision ?

C'est cette question qu'a examinée la CJUE dans l'arrêt précité⁵⁵ à propos de l'annonce par une société du départ de son président. Il convient de s'arrêter sur cet arrêt non seulement parce qu'il traite de la communication à l'occasion d'un processus qui, à l'instar d'une enquête, est étalé en plusieurs étapes successives mais également parce que le projet de règlement européen a repris substantiellement la position de la Cour.

Pour saisir la portée de celle-ci, il est nécessaire de partir des conclusions de l'avocat général. Il estime que lorsque la probabilité qu'un événement se produise est incertaine (mais non nulle) et qu'on peut en attendre un effet sensible sur le cours de bourse, cet effet suffit à lui seul à emporter la qualification d'information privilégiée : "Il s'ensuit que, dans l'éventualité où l'information aurait une forte capacité d'influencer les cours des titres, il est suffisant que la réalisation de la circonstance ou de l'événement futurs ne soit pas impossible ou improbable, même si elle reste incertaine."

Or, la Cour adopte une approche résolument contraire en privilégiant une lecture stricte des directives : les deux conditions de précision et de matérialité doivent être appréciées de façon autonome. Elle indique qu'il n'y a pas lieu d'interpréter la notion de précision "en ce sens que doit être prise en considération l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés."

Un événement, même parcellaire, peut avoir un effet sensible sur le cours de bourse d'un émetteur, ce n'est pas pour autant qu'il saurait raisonnablement en être inféré que cet événement se produira. Autrement dit, l'émetteur peut être confronté à une enquête à un stade préliminaire ou embryonnaire qui, si elle était révélée au marché, aurait des conséquences importantes sur son cours de bourse. Toutefois, cette même information ne remplit pas nécessairement une condition de précision. Rappelons que ce qui est imprécis, souvent, dans une enquête c'est ce que recherchent les enquêteurs et les conséquences pour l'émetteur. L'émetteur peut-il seulement "tirer une conclusion quant à l'effet possible" sur son cours de bourse de l'information qu'il détient ?

En matière d'enquêtes, l'émetteur peut estimer que c'est au travers du test de précision que se situe non pas exclusivement, mais pour l'essentiel, le fondement de sa communication au marché. Si la condition de précision n'est pas remplie, il n'y a pas d'information privilégiée et alors la communication doit être libre pour l'émetteur, indépendamment de son effet probable sur son cours de bourse.

2.1.2. Communiquer à certains moments : les obligations d'information périodiques

A supposer qu'un émetteur estime que l'information sur une enquête ne requiert pas de communication au marché immédiatement, ceci ne saurait toutefois le dispenser de ses obligations au titre de l'information périodique posées par les Directives *Prospectus* et *Transparence*, c'est-à-dire l'information qu'il devra donner dans son rapport annuel, semestriel ou trimestriel ou éventuellement dans un prospectus s'il prépare une opération.

Les deux obligations d'information – permanente et périodique – peuvent l'une et l'autre se superposer (et se cumulent souvent en pratique car l'obligation de communication permanente emporte généralement une obligation d'information périodique) mais ces deux obligations restent indépendantes l'une de l'autre. Chaque obligation obéit à des tests qui lui sont propres : un test de marché soumis à une condition de précision pour ce qui est de l'obligation d'information permanente, un test de matérialité apprécié sous un angle financier et opérationnel pour l'information périodique.

a) L'information sur les litiges et contentieux – les obligations de la Directive *Prospectus*

La Directive *Prospectus*⁵⁶ soumet l'émetteur qui prépare une opération de marché ou qui établit un document de référence à plusieurs obligations de communication concernant les enquêtes auxquelles il est exposé.

L'information sur les contentieux

De ses diverses obligations, la plus manifeste est celle posée au § 20.8 de l'Annexe I du Règlement d'application de la Directive *Prospectus* aux termes duquel l'émetteur doit indiquer "pour une période couvrant au moins les douze derniers mois, toute procédure gouvernementale, judiciaire ou d'arbitrage (y compris toute procédure dont l'émetteur a connaissance, qui est en suspens ou dont il est menacé) qui pourrait avoir ou a eu récemment des effets significatifs sur la situation financière ou la rentabilité de l'émetteur et/ou du groupe, ou [de] fournir une déclaration négative appropriée".⁵⁷

Un émetteur examinera avec précision le contenu de son obligation dès lors qu'il est tenu de communiquer à son sujet y compris de façon négative. Une question qui peut se poser à lui est le degré de matérialité de l'enquête. Autrement dit, à partir de quand une enquête aura suffisamment de consistance pour qu'un émetteur doive communiquer à son sujet.

Le principe, nous semble-t-il, est que l'enquête doit, avant d'être communiquée au marché, avoir atteint un degré de

54 CJUE, 23 décembre 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck c/ Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiënwezen (CBFA)*.

55 CJUE, 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c/Daimler AG*.

56 Directive *Prospectus* n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003 (dernière version, en date du 24 novembre 2010, Directive n° 2010/73/UE).

57 Annexe I, § 20.8 – Procédures judiciaires et d'arbitrage, Règlement d'application n° 809/2004, en date du 29 avril 2004, mettant en œuvre la Directive 2003/71/CE.

certitude suffisant. Mais ce principe doit encore être apprécié en fonction du contexte. Si un émetteur pourra, dans la plupart des cas, juger qu'aucune communication ne s'impose préalablement à une notification de griefs (ou son équivalent), des émetteurs ont pu estimer, au contraire et au regard des circonstances qui leur étaient propres, que la visite d'enquêteurs dans les locaux de leurs filiales pouvait suffire à donner lieu à une communication au marché⁵⁸.

A cette difficulté s'ajoute le fait que l'obligation de communication sur les contentieux définie dans le Règlement Prospectus est suffisamment large pour qu'un émetteur puisse avoir à communiquer sur une enquête qui ne le concerne pas directement mais qui peut potentiellement avoir un impact sur sa situation financière. Ce peut être le cas, par exemple, d'une enquête sur l'un de ses dirigeants ou employés, mais également un tiers à l'émetteur (par exemple une joint venture dans laquelle il détient une participation).

La section facteurs de risque

Un autre point d'entrée pour un émetteur concerné par une procédure d'enquête est la section facteurs de risque d'un document de référence ou d'un prospectus (§ 4 de l'Annexe I du Règlement Prospectus).

L'AMF prévoit, au regard des dispositions de la Directive *Prospectus*, dans son guide d'élaboration des documents de référence, qu'un émetteur fournisse une description des risques "susceptibles de générer des conséquences pénales et/ou civiles (directes ou indirectes), des pertes de marché, d'image ou de notoriété dans la mesure où ces conséquences sont susceptibles d'avoir un impact sur l'activité de la société"⁵⁹.

Outre un simple renvoi à la section contentieux⁶⁰, un émetteur pourra s'interroger s'il est opportun de communiquer dans cette section sur des risques potentiellement contentieux qu'il aura pu identifier en amont, par exemple grâce à son dispositif de contrôle interne ou lors d'un audit sur une filiale d'un groupe qu'il vient d'acquérir. Les exemples peuvent être nombreux.

Les contrats importants

Le Règlement Prospectus impose à tout émetteur de fournir un résumé des contrats importants au cours des deux dernières années auxquels lui-même et son groupe sont parties (§ 22 de l'Annexe I du Règlement Prospectus). Un émetteur pourra donc se demander quelle communication donner à propos de la signature d'un accord transactionnel avec une autorité de contrôle mettant fin à des procédures en cours.

En fonction de la loi applicable et du régulateur boursier concerné, il devra être attentif à ne pas communiquer sans avoir vérifié au préalable si une communication est possible,

58 Voir le formulaire 20F, déposé à la SEC, relatif au rapport annuel pour 2011 de la société *Siemens AktienGesellschaft (Form 20-F)*.

59 AMF. Guide d'élaboration des documents de référence, dernière mise à jour en date du 20 décembre 2010, Recommandation sur les facteurs de risques (publiée le 29 octobre 2009), Point 2.1 – Facteurs de risques juridiques.

60 Ce que recommande l'AMF dans son Guide d'élaboration des documents de référence (précité note 61), au Point 1.2.4 – Le renvoi possible vers d'autres rubriques, à condition notamment d'être "suffisamment précis", ainsi qu'au Point 2.1, § 4 "cette information peut consister à établir un renvoi avec le paragraphe 20.8 (...)"

ou souhaitable, avant que l'accord une fois signé par l'autorité compétente soit homologué⁶¹.

La condamnation des dirigeants

Au titre des informations que le Règlement Prospectus requiert sur les membres des organes de gouvernance d'un émetteur figure l'indication de toute condamnation pour fraude prononcée au cours des cinq dernières années ainsi que le détail de toute incrimination et/ou sanction publique officielle prononcée contre de telles personnes par des autorités statutaires ou réglementaires (§ 14.1 de l'Annexe I du Règlement Prospectus).

L'émetteur regardera cette obligation avec attention si une condamnation concernant un de ses dirigeants est imminente. Il lui appartiendra, de la même manière, d'évaluer si une communication au marché est souhaitable à la suite de la réception par un de ses dirigeants d'une notification de griefs.

L'obligation d'actualisation

Rajoutons pour être exhaustif, qu'un émetteur qui aura communiqué dans un prospectus sur une enquête est également tenu à une obligation d'actualisation de son prospectus lorsqu'un changement important ou un fait nouveau susceptible d'affecter l'évaluation des investisseurs survient.⁶² Une fois encore, l'émetteur devra rechercher à atteindre un juste équilibre entre ces diverses obligations d'information, un devoir de discrétion et une certaine exhaustivité.

b) Les obligations au titre de la Directive *Transparence* – les effets d'une enquête sur l'information financière

Tout émetteur coté est soumis à une obligation d'information permanente au titre de la Directive *Transparence*, indépendamment de la préparation d'une opération ou d'un document de référence.

En application de la Directive *Transparence*⁶³, telle que transposée en France⁶⁴, le rapport financier annuel ou semestriel d'un émetteur doit contenir une "description des principaux risques et incertitudes" auxquels la société et l'ensemble des entreprises comprises dans le périmètre de consolidation sont confrontées⁶⁵. Le même émetteur devra rendre compte dans son rapport semestriel ou trimestriel d'activité des "événements"

61 En France, la procédure de composition administrative devant l'AMF prévoit qu'un accord est arrêté entre la personne mise en cause et le Secrétaire Général de l'AMF mais que cet accord doit encore être soumis au Collège pour validation et à la Commission des sanctions pour homologation (article L. 621-14-1 du Code monétaire et financier). Ce n'est qu'une fois l'accord homologué par cette dernière qu'il est, en principe, rendu public par le régulateur boursier. L'émetteur concerné préférera donc ne pas communiquer avant cette homologation et laisser au régulateur la préséance.

62 Article 12, Directive *Prospectus* n° 2003/71/CE.

63 Directive *Transparence* n° 2004/109/CE, en date du 15 décembre 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

64 Modifications du Règlement général de l'AMF par arrêté du 4 janvier 2007 ; Décret n° 2012-1242 du 8 novembre 2012 portant transposition de la Directive 2004/109/CE.

65 Article L. 225-100 et suivants du Code de commerce et articles 222-3 et 222-6 du Règlement général de l'AMF.

ments importants" survenus pendant la période considérée et de leur incidence sur sa situation financière⁶⁶.

L'émetteur confronté à une procédure d'enquête s'interrogera sur le sens à donner aux termes "principaux risques et incertitudes" et "événements importants". Ces derniers ont donné lieu à peu de commentaires de la part du régulateur boursier. L'ESMA⁶⁷ a seulement indiqué que la notion d'événements importants s'applique à toute information privilégiée telle que définie par la Directive *Abus de marché*. L'obligation de communication sur une procédure d'enquête au titre de la Directive *Transparence* peut, dans ces conditions, sembler essentiellement reposer sur les obligations posées par la réglementation comptable applicable à l'émetteur et notamment l'obligation de rendre compte d'une image fidèle de lui-même à travers ses comptes sociaux et consolidés.

L'AMF recommande, sur le fondement des obligations comptables, notamment les normes IAS 36 et suivantes qui imposent de provisionner dès lors qu'une information sensible et que des montants significatifs sont en jeu, d'identifier les litiges les plus importants comme significatifs et de décrire leur état et un suivi d'un exercice à l'autre⁶⁸. Sur le fondement des normes IFRS (IAS 1.117 et suivantes) et de l'article 223-1 de son Règlement général, le régulateur boursier recommande de faire, pour chaque engagement identifié, une description et de mettre en évidence "les incidences financières connues ou probables, dès lors que les engagements et leur chiffrage peuvent être déterminés de façon suffisamment fiable."

Un émetteur doit, par conséquent, prêter attention aux conséquences financières d'une enquête qui le concerne directement ou indirectement via ses filiales, y compris sous la forme d'engagements hors bilan, mais également à travers les frais de procédure qu'il encourt et veiller à la cohérence entre son information comptable et celle fournie au marché dans le cadre de ses autres obligations d'information périodique ou permanente.

3. Conseils pratiques en matière de communication

Des émetteurs peuvent se trouver confrontés à des situations qui nécessitent de concilier un devoir de réserve ou de silence relativement à une procédure d'enquête et une obligation d'information permanente ou périodique. Même en l'absence de situation de conflit, il est recommandé de suivre un certain nombre de principes.

66 Article 222-6 du Règlement général de l'AMF, pour le rapport financier semestriel et article L. 451-1-2 IV du Code monétaire et financier, pour le rapport semestriel.

67 ESMA, *Questions and Answers regarding the Transparency Directive : common positions agreed by CESR Members*, 2012/198, 2 April 2012, Question n° 4.

68 AMF, Guide d'élaboration des documents de référence, dernière mise à jour en date du 20 décembre 2010, Recommandation n° 5 sur "les méthodes de provisionnement".

3.1. Conseils en cas de conflit entre obligation de communication et devoir de réserve

Obligations d'information et devoir de réserve peuvent entrer en conflit. L'émetteur se demandera alors jusqu'à quand il est opportun de différer une annonce au marché.

3.1.1 Les situations de conflits

L'émetteur soumis à une procédure d'enquête est fréquemment soumis à des obligations de réserve, de discrétion, voire de silence. Une autorité juridictionnelle ou administrative pourrait-elle dans ces conditions reprocher à un émetteur de rendre publique l'existence d'une enquête en cours en faisant abstraction de son devoir de coopération ? La question semble ouverte, sauf peut-être en matière de concurrence.

Si on prend le cas des enquêtes en matière de concurrence, tant en France⁶⁹ qu'au niveau de l'Union européenne⁷⁰, dans le cadre d'une demande de clémence, les demandeurs doivent garder le silence sur l'existence ou la teneur de la demande de clémence avant que la notification de griefs ne soit communiquée aux entreprises en cause. Il s'agit donc de garder secrète la demande de clémence qui, si elle était révélée aux concurrents, pourrait anéantir l'efficacité des investigations entreprises.

Le non-respect de cette condition est la perte du bénéfice de la clémence et donc de l'immunité d'amende, ce que n'hésitent pas à mettre en œuvre les autorités⁷¹.

En principe, une entreprise bénéficiant d'une immunité totale ne se verra infliger aucune amende, même s'il convient de garder à l'esprit qu'elle n'est nullement protégée contre des actions en dommages-intérêts de la part des victimes des pratiques en cause devant les juridictions civiles ou commerciales. Un cartel ayant généralement vocation à gonfler artificiellement les prix pratiqués par ses membres, la fin d'un cartel pourra, en outre, donner lieu à une baisse des prix pratiqués par l'émetteur et donc impacter sa rentabilité future. Aussi, même un émetteur demandeur à la clémence de 1^{er} rang doit-il se poser la question de la nécessité de communiquer au marché, à tout le moins, lorsque son identité en tant que membre du cartel est révélée, car la procédure peut indirectement avoir des effets sur son cours de bourse.

La question se pose avec plus d'acuité pour les demandeurs à la clémence de 2^{ème} voire de 3^{ème} rang, qui, eux, ne bénéficient que d'une immunité partielle d'amende. Dans ce cas, ces derniers se verront, très probablement, imposer une amende qui, même si elle est réduite, peut s'avérer significative.

69 Point 21 du communiqué de procédure de l'Autorité de la concurrence du 2 mars 2009 relatif au programme de clémence français.

70 Point 12 de la communication de la Commission sur l'immunité d'amendes et la réduction de leur montant dans les affaires portant sur des ententes.

71 Ainsi, la Commission a retiré l'immunité d'amende à la société Deltafina dans une affaire d'entente sur le marché italien du tabac (Déc. Commission CE, 20 octobre 2005, aff. COMP/C.38.281/B 2. *Tabac brut - Italie*). La Commission a estimé que Deltafina avait violé l'obligation de coopération dont le respect conditionnait le bénéfice de la clémence en alertant ses concurrents de l'existence de l'introduction d'une demande de clémence, sans en informer la Commission et donc sans que celle-ci puisse procéder aux vérifications nécessaires pour établir l'infraction. La Commission a ainsi infligé une amende de 30 millions d'euros à Deltafina, confirmée par le Tribunal Général (Tribunal UE, 9 septembre 2011, aff. T-12/06. *Deltafina SpA et Commission*).

Les émetteurs effectuant une demande de clémence sont donc pris entre deux feux : celui résultant de leur obligation de communiquer, d'une part, et leur devoir de réserve imposé par l'autorité, d'autre part. Ils peuvent alors avoir intérêt à différer toute communication sur l'enquête en cours.

3.1.2. Lorsqu'une annonce au marché peut être différée

Dans quelle mesure un émetteur faisant l'objet d'une enquête et qui considère cette information comme privilégiée peut-il choisir de différer sa communication au marché ?

La Directive *Abus de marché* prévoit une exception de confidentialité qui permet de différer la communication d'une information privilégiée⁷². Certes, une procédure d'enquête n'est pas expressément envisagée par la directive comme un cas de dispense, mais les deux exemples cités par la Directive 2003/124⁷³ à l'appui d'une telle exception⁷⁴ ont trait à des processus se déroulant de manière graduelle, de la même manière qu'une enquête.

Plusieurs conditions doivent encore être remplies pour mettre en œuvre la dispense.

Un émetteur doit, tout d'abord, être en mesure d'établir le fait que la divulgation d'une telle information est susceptible de nuire à ses "intérêts légitimes" ce qui semble être le cas d'un émetteur qui bénéficie d'une procédure de clémence ou qui est astreint à une obligation de secret mais qui ne peut s'appliquer de façon générale à tout type d'enquête.

Il doit ensuite être en mesure de maintenir l'information confidentielle.

Enfin, le fait de ne pas dévoiler une enquête ou un élément de procédure ne doit pas être susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes du marché. Cette condition signifie que lorsque le marché aura été induit en erreur par une rumeur d'enquête, l'exception ne pourra plus être invoquée et l'émetteur devra alors communiquer immédiatement.

La Directive *Abus de marché* précise que ce dernier peut différer une telle communication sous sa seule responsabilité. Or, il est assez illusoire de penser qu'une information sur une enquête puisse demeurer longtemps confidentielle. La possibilité de différer la communication d'une telle information ne peut s'inscrire que dans un délai raisonnable⁷⁵. La dispense est par nature temporaire.

Rappelons que différer la communication d'une information privilégiée n'est pas un motif de dispense en matière d'infor-

72 Article 6, Paragraphe 2. Directive *Abus de marché* : "Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée (...) afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information."

73 Article 3, Paragraphe 1. Directive 2003/124/CE portant modalités d'application de la Directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché.

74 A savoir les négociations en cours ou les décisions prises ou les contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur lorsque les pouvoirs sont organisés de façon duale.

75 Sur la notion de 'délai raisonnable', voir CA Paris, ch. 5-7, 31 mai 2012, RG 2011/05307, *Sté Wendel*.

mation périodique. Inversement, la communication sur une enquête à venir dans un rapport annuel, semestriel ou trimestriel ne peut justifier un défaut de communication immédiat au marché au titre de l'information permanente⁷⁶. Autrement dit, l'information périodique ne peut servir de prétexte pour s'affranchir de l'obligation d'information permanente, même si cette tentation est naturelle pour un émetteur qui souhaitera éviter une communication *ad hoc* sur une enquête.

3.1.3. Lorsqu'une annonce au marché ne peut plus être différée

Dans le cas d'une demande de clémence, même si l'émetteur choisit de différer sa communication au marché, il ne pourra garder le silence que pendant un délai raisonnable. Si la notification de griefs n'a toujours pas été notifiée une fois ce délai raisonnable écoulé, il est préférable de ne pas communiquer au public avant d'avoir préalablement obtenu l'accord de l'autorité de concurrence. En France, l'Autorité de la concurrence s'est dotée d'un "conseiller clémence", il est donc recommandé de s'adresser à lui ainsi qu'au rapporteur en charge de l'enquête. La voie la plus sûre est donc de dialoguer parallèlement tant avec l'autorité de concurrence en question qu'avec le régulateur boursier.

Il faut préciser que l'absence de communication sur une enquête, même lorsque la loi le permet, emporte ses propres limites. On pourra s'interroger sur les contraintes que le différé d'une telle information impose à un émetteur. Détenteur d'une information privilégiée, celui-ci se trouvera pris dans la spirale de l'élargissement de son cercle d'initiés et dans l'incapacité, en attendant d'une communication, d'effectuer toute opération significative ou encore de procéder à des attributions d'options ou d'actions gratuites au risque de susciter l'incompréhension de ses salariés.

Mais il y a plus important peut-être. En différant sa communication sur une enquête, l'émetteur ne pourra publiquement énoncer les arguments de défense qui sont les siens. On touche là un des points les plus importants en matière de communication des émetteurs à l'occasion d'enquêtes : elle constitue rarement un exercice de dissimulation, mais un véritable engagement quand ce n'est pas un élément de défense à part entière.

3.2. Conseils valables en toutes situations

Certains principes pourront être suivis par un émetteur confronté à une enquête.

3.2.1. L'approche préalablement à la communication du ou des régulateurs boursiers

La communication sur une enquête, au titre des obligations d'information périodique et permanente, est laissée à la responsabilité des émetteurs.

Les directives européennes ou les interprétations de l'ESMA ne peuvent donner qu'un cadre général dans un domaine qui

76 ESMA, *Questions and Answers regarding the Transparency Directive : common positions agreed by CESR Members*, 2012/198, 2 April 2012, Question n° 7 : Interim management statements (IMS) – delaying disclosure of inside information : Transparency Directive, Article 6 ; Market Abuse Directive, Article 68.

est principalement empirique. Qu'elle soit volontaire ou non, une plus grande précision des textes – on le voit en Europe avec la définition de l'information privilégiée – ne se traduit pas nécessairement par une clarification de l'approche à suivre pour un émetteur concerné par une enquête.

A ce premier facteur d'incertitude, s'ajoute le fait que les réglementations ne sont pas toutes harmonisées. Elles le sont, dans une grande mesure, en Europe du fait des directives européennes (prospectus, abus de marché et transparence), mais les disparités demeurent significatives dès lors que les titres d'un émetteur sont admis sur plusieurs places de cotation.

Si on prend le cas des Etats-Unis, la loi fédérale américaine (*US federal securities laws*) n'impose pas aux émetteurs, de façon générale, une obligation d'information permanente⁷⁷. L'émetteur faisant l'objet d'enquêtes est donc principalement renvoyé à un test de matérialité qu'il doit confronter à son obligation d'information périodique (*material pending legal proceedings*)⁷⁸. Or, le standard équivalent en Europe ("l'existence de procédure dont l'émetteur a connaissance, qui est en suspens ou dont il est menacé") peut conduire à des résultats sensiblement différents.

Au-delà de la réglementation applicable, les pratiques varient d'un régulateur à l'autre, y compris au sein de l'Union européenne, ce qui est notamment le cas à propos de la possibilité de différer l'annonce d'une information privilégiée.

En cas de doute, l'approche recommandée est donc pour l'émetteur de prendre contact avec les services du régulateur boursier sur le contenu de la communication qu'il souhaite effectuer, mais sans que celui-ci puisse pour autant entièrement l'exonérer de toute responsabilité.

3.2.2. La communication en interne et en externe

Une fois la décision de communiquer prise, l'émetteur pourra suivre les principes suivants :

- La communication au marché doit être exacte, précise et sincère. Elle doit être effectuée à un moment où le risque est suffisamment établi (précis) pour ne pas induire le marché en erreur. L'émetteur devra fournir une description de l'enquête exhaustive pour ne pas avoir à revenir sur sa communication trop fréquemment.
- L'émetteur doit être attentif au contexte de l'enquête, notamment anticiper, dans la mesure du possible, toute annonce à venir de l'autorité en charge de l'enquête et, le cas échéant, être prêt à communiquer sur celle-ci.
- L'émetteur doit surveiller la communication effectuée par les autres acteurs concernés par la même enquête ou des enquêtes connexes, qui peuvent, d'ailleurs, être étalées sur plusieurs juridictions et impliquer diverses autorités administratives ou judiciaires.

⁷⁷ Certains événements significatifs susceptibles d'affecter un émetteur peuvent néanmoins nécessiter le dépôt d'un formulaire 8K (*Form 8-K*), quant aux règles de marchés du NYSE et du NASDAQ, ces dernières comportent également, suivant les situations, des obligations d'information permanente.

⁷⁸ Securities and Exchange Commission (SEC) : Regulation S-K, Item 103 – *Legal Proceedings* (17 CFR 229.103).

- S'agissant des enquêtes de concurrence, il convient d'être vigilant sur le contenu de la communication. Pour se limiter au cas des enquêtes françaises, l'article L. 463-6 du Code de commerce sanctionne pénalement le fait de communiquer des informations portant sur des tiers dont l'émetteur a pu avoir connaissance dans le cadre de l'instruction devant l'Autorité de la concurrence. La communication relative à une enquête en cours devant l'Autorité de la concurrence doit ainsi être strictement limitée à des informations concernant l'émetteur. D'une manière générale, il faut donc vérifier ce que les règles propres à chaque régime de sanction permettent ou interdisent de divulguer.

- L'annonce d'une enquête aura vraisemblablement un effet négatif sur le cours de bourse des titres de l'émetteur. Ce dernier doit s'y préparer en ayant, au préalable, mis en place un dispositif avec son département relation-investisseurs ou son service de communication pour être en mesure de répondre aux questions des analystes et de ses actionnaires. Il devra avoir rappelé suffisamment en amont à ses cadres dirigeants informés de l'enquête qu'au regard des circonstances toute forme d'intervention sur son cours est strictement prohibée.

- Le dispositif mis en place par l'émetteur devra également s'étendre aux autres parties prenantes, à commencer par ses salariés mais également ses clients et fournisseurs. L'annonce d'une enquête ou d'une sanction peut avoir, pour l'émetteur, des effets plus durables que le seul impact sur son cours de bourse, notamment lorsque ceux-ci endommagent sa réputation, ses relations clients ou fournisseurs, ou conduit, à son exclusion d'appels d'offres ou de marchés publics.

4. Conclusion

Les émetteurs sont amenés à effectuer une analyse à la fois qualitative et quantitative de l'information qu'ils doivent communiquer au marché relativement à une enquête. En cela, ils doivent prendre en compte à la fois la nature des faits en cause mais également des personnes concernées et l'impact financier au sens large de cette information. Une enquête en matière de corruption peut concerner des montants relativement faibles au regard de la situation financière globale de l'émetteur. Elle pourra cependant impacter celui-ci sensiblement si l'équipe dirigeante était informée de ces pratiques. Des actes de corruption, si minimes soient-ils, auront pour effet de lui fermer des marchés, impactant ainsi son chiffre d'affaires. On le voit : la communication au sujet d'une enquête suppose de concilier à la fois une prise de conscience de l'éventualité de matérialisation du risque s'agissant d'un processus par nature étalé dans le temps et un juste énoncé des faits au marché au moment donné. Or, parmi ces circonstances, un principe, ou plutôt un mode d'action, s'impose. Communiquer est le moyen pour l'émetteur de gérer un contentieux avec volontarisme. Telle est pour les sociétés, mais encore plus pour celles cotées, la caractéristique propre à toute communication sur une enquête qui est souvent moins la manifestation d'une obligation ou d'un droit qu'un élément de stratégie en lui-même.