



HAL
open science

FRAUDE A L'INFORMATION COMPTABLE ET FINANCIERE : LE ROLE DES AUTORITES DE REGULATION

Constant Djama

► **To cite this version:**

Constant Djama. FRAUDE A L'INFORMATION COMPTABLE ET FINANCIERE : LE ROLE DES AUTORITES DE REGULATION. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00522510

HAL Id: halshs-00522510

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00522510>

Submitted on 30 Sep 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

FRAUDE A L'INFORMATION COMPTABLE ET FINANCIERE : LE ROLE DES AUTORITES DE REGULATION

Constant DJAMA

Notre papier s'intéresse au rôle que jouent les autorités de marché et judiciaires dans le contrôle de la qualité de l'information financière publiée. Il se propose d'étudier la réaction des investisseurs à l'annonce des sanctions pour fraude à l'information financière prononcées par l'Autorité des Marchés Financiers (*AMF*) et les juges.

L'article est divisé en deux parties. Dans la première, est traité dans une perspective théorique le contrôle de l'information financière par les autorités de marché et judiciaires dans le cadre du gouvernement d'entreprise. La deuxième partie est consacrée à l'analyse des sanctions en matière de publication d'informations financières inexactes, imprécises et

trompeuses. Après avoir analysé le contenu des décisions de sanction, nous avons réalisé des études d'évènement à partir de 85 annonces d'informations financières ayant été sanctionnées par l'*AMF*. Les résultats montrent que les réactions des investisseurs sont positives à l'annonce des informations frauduleuses. Ceux-ci semblent anticiper les sanctions et réagissent négativement à l'annonce de la décision l'*AMF*. Notre étude met ainsi en évidence une relative efficacité du contrôle de l'information financière exercé par les institutions de marché au sein de la gouvernance élargie.

Mots clés : Information comptable et financière, Gouvernance, Autorité des marchés financiers, Juges, Fraudes, Sanction.

Correspondance : Constant Djama
Maître de Conférences
Centre de recherche en gestion (CRG)
IAE – Université des sciences sociales
2 rue du Doyen Gabriel Marty
31 042 Toulouse Cedex 9
constant.djama@univ-tlse1.fr

La qualité de l'information publiée par les firmes cotées participe à une meilleure efficacité des marchés boursiers. De ce fait, le droit boursier et la réglementation de l'autorité des marchés financiers français (*AMF*) imposent des sanctions à l'encontre de toute personne (physique ou morale) qui communiquerait au public des informations inexacts, imprécises et trompeuses. Ces dispositifs, qui existent dans la plupart des pays industriels, ont pour principaux objectifs de réinstaurer la confiance dans les états financiers publiés et de prévenir efficacement les manipulations, les abus et les fraudes à l'information financière. Ainsi, les lois sur la régulation des marchés financiers (*Sarbanes-Oxley Act* de juillet 2002 aux Etats-Unis et la *Loi de Sécurité Financière* d'août 2003 en France) ont tenté de renforcer les mécanismes de contrôle externe et interne dans le cadre de la gouvernance des sociétés faisant appel public à l'épargne (Leuz *et al.* 2003 ; La Porta *et al.* 2006). L'efficacité de ces lois nécessite parallèlement un dispositif coercitif sanctionnant les infractions constatées en matière d'information financière (Scheifer *et al.* 2002 ; La Porta *et al.* 2006). Ce cadre légal a pour but de permettre l'exercice du contrôle au sein du gouvernement d'entreprise et assurer le bon fonctionnement des marchés financiers (La Porta *et al.* 2006). La réalisation de cet objectif nous amène à nous intéresser au rôle que jouent les autorités de marché et judiciaires dans le contrôle de la qualité de l'information financière publiée. Il s'agit plus particulièrement d'étudier l'influence des sanctions administratives et judiciaires sur la discipline des dirigeants et sur le comportement des investisseurs. En effet, à l'exception de quelques recherches (Jensen 1993 ; La Porta *et al.* 1999 et 2006), l'étude du rôle des institutions de marché et judiciaires a souvent été négligée par la recherche sur le gouvernement d'entreprise. Celle-ci s'est essentiellement focalisée sur le caractère disciplinaire d'une part du conseil d'administration (Charreaux, 1997 ; Godard, 1998), des marchés financiers (Rajan et Zingales, 1995) et d'autre part des stratégies d'enracinement des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989). Notre recherche se propose donc d'analyser le rôle des institutions de régulation (autorités boursières et tribunaux) dans le système global de contrôle des agissements des dirigeants et des investisseurs à partir des sanctions qu'elles prononcent lors de manquements à la bonne qualité d'informations publiées.

L'article est divisé en deux parties. Dans la première, est traité dans une perspective théorique le contrôle de l'information financière par les autorités de marché et judiciaires dans le cadre du gouvernement d'entreprise. La deuxième partie est consacrée à l'analyse des sanctions de

l'AMF et des décisions judiciaires en matière de publication d'informations financière inexactes, imprécises et trompeuses.

1. LE CONTROLE DE L'INFORMATION COMPTABLE AU SEIN DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Le contrôle est une notion polymorphe. Il peut être défini, dans le cas qui nous intéresse ici, comme l'action de vérifier la validité, la sincérité et la fiabilité de l'information financière. Cette action peut prendre un caractère légal, réglementaire ou conventionnel/contractuel. L'information financière, quant à elle, est définie ici comme l'ensemble des états financiers normalisés et diffusés par l'entreprise auprès de ses partenaires. Cette information ayant pour objectif de donner une représentation de la réalité économique d'une entreprise, sa qualité attendue dépend du cadre légal et normatif, des jugements du préparateur et de la forme qui la rend intelligible auprès des utilisateurs (Michaïlesco, 2000). Le contrôle de sa qualité repose sur les principes de transparence et de réalité, qui permettent de faire en sorte que ceux qui savent (les dirigeants) délivrent aux utilisateurs une information bien construite, complète, fiable et à temps. L'exercice du pouvoir de contrôle doit se faire en toute indépendance, ce qui permet aux utilisateurs de prendre des décisions de la façon la plus éclairée possible. Le contrôle de la qualité de l'information est donc un des mécanismes du gouvernement d'entreprise. Nous présentons dans un premier temps le positionnement théorique de ce contrôle dans le gouvernement d'entreprise en focalisant l'analyse sur la place qu'occupe l'information financière dans ce dispositif (1.1). Puis nous nous intéressons aux modalités de contrôle de la sincérité et de la régularité de l'information financière (1.2). Cette analyse permet de comprendre pourquoi les infractions à l'information financière peuvent avoir des conséquences néfastes sur le comportement des investisseurs et sur le fonctionnement des marchés financiers. Ces aspects justifient l'intervention des institutions boursière et judiciaire pour garantir l'intérêt public économique.

1.1. L'information financière dans le gouvernement d'entreprise

L'efficacité des structures du gouvernement d'entreprise dépend de leur capacité à réduire les situations d'asymétrie d'information et les conflits d'intérêt. Ainsi, l'un des instruments sur lequel s'appuie le contrôle externe de l'action du dirigeant est l'information comptable et financière publiée. En effet, c'est sur cette base que les parties prenantes apprécient la

performance, les perspectives d'évolution de l'entreprise et le respect des relations contractuelles. La prise en compte de l'information comptable et financière dans le gouvernement d'entreprise dépend d'une part de son contenu informationnel et d'autre part, de son utilité contractuelle. Concernant la première dimension, la plupart des études s'accordent à reconnaître un contenu informationnel aux états financiers publiés lorsque sa publication modifie les rendements anticipés et les risques attachés aux titres (Beaver, 1968 ; Rippington et Taffler, 1995). Dans la deuxième dimension, l'information comptable et financière permet de surveiller le respect des engagements contractuels (Watts et Zimmerman, 1986). Pour cette seconde dimension, l'analyse des stratégies des dirigeants en matière de publication des états financiers s'appuie sur l'hypothèse centrale d'asymétrie informationnelle. Celle-ci permet aux dirigeants, dans une attitude opportuniste, de tenter de se soustraire à un contrôle efficace des informations fournies. Les études empiriques confirment ce comportement opportuniste lorsque, par exemple, le contrôle interne exercé par le conseil d'administration est faible (Dempsey et al. 1993 ; Warfield et al. 1995). Ainsi, les dirigeants peuvent instrumentaliser l'information comptable et financière pour satisfaire aux contraintes résultant des contrats explicites et implicites conclus avec les investisseurs (Palmrose et Scholz, 2004 ; Healy, 1985). Toutefois, ces stratégies d'instrumentalisation de l'information sont *a priori* limitées dans leur mise en œuvre. En effet, l'information comptable et financière publiée est généralement soumise à l'examen exercé par les structures internes et externes du gouvernement d'entreprise. Les mécanismes de surveillance du gouvernement d'entreprise reposent, lorsqu'elles sont effectives et efficaces, sur une logique de dissuasion pouvant entraîner soit la perte d'avantages pécuniaires, soit la révocation et/ou de mise en cause de la responsabilité du dirigeant.

Dans le cas contraire, l'information comptable et financière constitue pour le dirigeant un levier de pouvoir qu'il peut utiliser au détriment des partenaires dans le cadre de la relation contractuelle. A travers la politique comptable, le dirigeant peut mettre en œuvre des stratégies d'instrumentalisation de l'information comptable donnant une « fausse » réalité de l'entreprise. Ces stratégies de publication d'informations inexacts et trompeuses justifient le renforcement des mécanismes de contrôle de la réalité des états financiers publiés.

1.2. Le contrôle de la régularité et de la sincérité de l'information financière dans le gouvernement d'entreprise

Le contrôle de la régularité et de la sincérité de l'information financière au sein du gouvernement d'entreprise est généralement assuré par les auditeurs externes (1.2.1). Il peut également être réalisé par des organes externes du gouvernement d'entreprise tels que les autorités de marché et judiciaires (1.2.2).

1.2.1. Le contrôle externe de l'information comptable au sein du gouvernement d'entreprise

Jensen et Meckling (1976) donnent une lecture des relations entre l'entreprise et ses partenaires fondées sur des conflits d'intérêt. Selon ces auteurs, la prise en compte de l'hypothèse de conflits d'intérêt dans le cadre du gouvernement d'entreprise aboutit à décrire les systèmes de contrôle interne et externe comme des mécanismes qui ont pour but de discipliner le comportement des dirigeants et de minimiser les conflits consommateurs de coûts. Afin de réduire l'asymétrie d'information, les systèmes externes de contrôle tels que la certification des comptes, l'environnement légal et réglementaire sont des mécanismes de surveillance qui tendent à garantir la sincérité et la réalité des informations financières publiées. Toutefois, l'efficacité de la certification des comptes est fonction de la relation entre les dirigeants/actionnaires et les commissaires aux comptes (Fama et Jensen, 1983 ; Beasley's ; 1996, Klein ; 2002). Cette relation est de type surveillance/réputation/légitimation. La plupart des travaux empiriques sur l'audit légal s'accorde sur le fait que les grands cabinets d'audit internationaux mettent en œuvre des méthodes capables de détecter des irrégularités et des fraudes comptables (De Angelo, 1981 ; Davidson et Neu, 1993 ; Pigé, 2000). D'autres études montrent que les investisseurs accordent une meilleure crédibilité aux états financiers certifiés par des grands cabinets d'audit du réseau international (Teoh et Wong, 1993 ; Beatty, 1989). L'étude de Palmrose (1988) montre par ailleurs que les poursuites judiciaires sont moins fréquentes à l'encontre des grands cabinets comparativement aux autres firmes d'audit. La notoriété et la qualité reconnues des grands cabinets les incitent à plus de prudence dans les missions de contrôle et de ce fait, ils assurent un meilleur contrôle de l'information financière publiée.

La mission de l'audit légal ne constitue qu'un aspect du contrôle des agissements des dirigeants au sein du gouvernement d'entreprise. Parmi les trois systèmes de contrôle externe analysés par Jensen (1993), le système institutionnel (juridique, politique et réglementaire) constitue un mécanisme complémentaire qui est plus ou moins efficace en fonction du rôle que jouent ces institutions dans l'économie, de la nature du modèle économique et du système juridique (La Porta *et al.*, 2000 et 2006). Dans un pays de culture étatique et interventionniste comme la France, les institutions administratives (l'AMF par exemple) et judiciaires jouent un rôle important dans la régulation des comportements des acteurs économiques. La violation du cadre législatif et réglementaire imposé par ces institutions peut donner lieu à de lourdes sanctions administratives, pénales et/ou civiles. L'action des institutions boursière et judiciaire constitue des mécanismes incitatifs à la publication d'informations fiables, régulières et sincères. L'efficacité du contrôle et des sanctions de ces institutions peut donc discipliner le comportement des dirigeants.

1.2.2. Les spécificités du contrôle des institutions boursière et judiciaire

La théorie politico-contractuelle postule que l'information financière a une utilité contractuelle (Watts et Zimmerman, 1986). De ce fait, l'information financière a un rôle important dans les mécanismes de gouvernement d'entreprise. Le système de contrôle de cette information financière semble converger vers des pratiques similaires pour l'ensemble des pays industriels. Plusieurs recherches (Labelle et Raffournier, 2000 ; Labelle, 2002 et La Porta *et al.* 2000 et 2006) montrent qu'une convergence des dispositifs du gouvernement d'entreprise est plus affirmée sous l'impulsion des normes comptables et d'audit, des droits des sociétés et des rôles que jouent les organismes de régulation boursière. Toutefois, Francis *et al.* (2002) considèrent que les systèmes de gouvernement d'entreprise ne sont pas homogènes. Ces auteurs relèvent plusieurs différences liées aux contextes institutionnels, juridiques et économiques. L'environnement juridique façonne donc les structures de contrôle au sein du gouvernement d'entreprise (Pochet 2004). La Porta *et al.* (2000 et 2006) ont mis en évidence le rôle des règles de droit dans les performances des systèmes de gouvernement d'entreprise et financiers des pays de l'OCDE. Pour ces auteurs, le contenu des règles de droit et leurs applications ont un impact non négligeable sur le comportement des investisseurs mais également sur le niveau de développement des marchés de capitaux. Ils montrent que la régulation qu'assure l'environnement légal et réglementaire est positivement et

significativement corrélée d'une part, à la performance du gouvernement d'entreprise et d'autre part, au bon fonctionnement des marchés financiers et à la croissance économique.

Il nous apparaît donc que le contrôle par les institutions boursière et judiciaire peut être un mécanisme qui réduit l'asymétrie informationnelle au sein du gouvernement d'entreprise.

- *Contrôle par l'autorité boursière de l'information comptable*

Lorsque le contrôle de l'institution boursière sur l'information financière est inefficace, il offre une protection insuffisante aux investisseurs car il ne permet pas de réduire les asymétries d'information. Shleifer et Vishny (1997) et La Porta *et al.* 2000 et 2006) considèrent d'ailleurs dans ce cas que l'insuffisance de protection légale raréfie les possibilités de financement par le marché bousier et accroît le recours au financement bancaire. Ces recherches montrent ainsi l'importance qu'occupe le cadre légal et la confiance qu'offre l'environnement juridique et ses institutions aux investisseurs.

- *Nature du contrôle judiciaire de l'information comptable*

Le contrôle par les juges de la sincérité et régularité de l'information comptable est de nature indirecte. Il s'exerce principalement à travers le respect du droit. Il s'agit d'un contrôle *a posteriori* qui est exercé par les tribunaux lorsqu'il existe une présomption de fraude à l'information financière. Lorsqu'ils sont saisis, les juges examinent le caractère frauduleux ou délictuel de l'information financière publiée. Selon sa gravité, cet acte peut être passible de sanctions civiles et/ou pénales. Cependant, les tribunaux de l'ordre judiciaire ne semblent pas suffisamment armés pour poursuivre et réprimer efficacement les pratiques comptables abusives. Pour détecter de tels délits, le juge doit être en mesure d'agir avec célérité et disposer des pouvoirs d'investigation adaptés pour recueillir rapidement les éléments de preuve avant que leurs auteurs ne les dissimulent ou détruisent. Ces moyens font actuellement défaut aux tribunaux de droit commun qui, de plus agissent dans un cadre procédural long et soumis au respect des libertés fondamentales¹. C'est principalement pour cette raison que le contrôle des pratiques contraires à la sincérité et à la régularité de l'information comptable publiée par les sociétés cotées est confié à l'AMF. Notre interrogation est donc de savoir si le contrôle exercé par l'autorité boursière et par les juges est suffisamment dissuasif en France

pour d'une part, protéger les intérêts des investisseurs et d'autre part, discipliner le comportement des dirigeants en matière de manipulation de l'information financière.

2. ANALYSE DES SANCTIONS EN MATIERE D'INFORMATIONS COMPTABLES TROMPEUSES ET INEXACTES

Cette étude a un double objectif :

- d'une part, analyser le caractère dissuasif du contrôle exercé par les autorités boursière et judiciaire françaises en matière de publication des informations financières (2.1) :
- et d'autre part, observer la réaction des investisseurs lors des publications des informations trompeuses et inexactes et des sanctions qui en découlent (2.2).

Cette étude permet ainsi d'appréhender l'efficacité du contrôle externe exercé par ces institutions au sein du gouvernement d'entreprise.

2.1. Les sanctions de l'AMF et des tribunaux sur la période 1995 - 2005

Il s'agit d'une analyse des sanctions prononcées par l'AMF et le cas échéant de l'issue de leur prolongement judiciaire. En effet, la loi du 2 août 1989 a reconnu au juge la compétence de recevoir les recours formés contre les sanctions prononcées par l'AMF. Cette loi a transféré, de manière dérogatoire, à la Cour d'Appel de Paris (en formation financière) le contentieux des décisions prises par l'AMF. Dans l'exercice de ce recours, la Cour d'Appel de Paris a non seulement le pouvoir d'annuler les sanctions prises, mais également de les reformer ou de les requalifier. Elle exerce ainsi un contrôle de légalité et d'opportunité. La procédure de recours est à la fois un mécanisme de contrôle des agissements des dirigeants en matière de respect des obligations de diffusion d'information sincère mais aussi un contrôle sur le fonds des décisions de l'AMF, ce qui garantit le bon fonctionnement des mécanismes de contrôle de l'autorité boursière². Les juges exercent également un contrôle sur la proportionnalité de la sanction prononcée par rapport aux faits incriminés³.

La période de l'étude s'étend de 1995 à 2005. Elle est choisie en raison des modifications importantes apportées aux dispositions légales relatives :

- d'une part, aux lois sur les sociétés commerciales (loi de 1996 sur la modernisation des activités financières, loi de 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, loi de 2003 sur la sécurité financière)
- et d'autre part, aux règlements de l'AMF sur les obligations de publication des informations (règlements du 22 janvier 1999 et du 24 novembre 2004).

Ainsi, à travers la loi de sécurité financière, la création de l'AMF a modifié en profondeur l'organisation des structures de contrôle du marché financier français et en renforçant notamment les procédures de sanction pour infraction à l'information publiée.

Les informations concernant les décisions analysées ont été extraites de la base documentaire de l'AMF⁴ et des publications des jugements et arrêts dans la base documentaire *Juris-Data*. Ainsi, 45 décisions de sanction concernant 28 sociétés cotées à la bourse de Paris ont été retenues⁵.

2.1.1. Contrôle de l'AMF sur la publication d'informations trompeuses et inexactes

Le code monétaire et financier⁶ reconnaît à l'AMF un pouvoir réglementaire, dont elle a fait usage en instaurant des infractions portant sur des manquements liés à la qualité de l'information financière publiée. Les investigations menées pour sanctionner les comportements frauduleux portent sur la vérification des informations diffusées au marché. Le plus souvent, cet examen se fait soit sur un ensemble étendu (information financière rendue publique, respect des normes et principes comptables ...), soit sur des informations ponctuelles de nature diverse (prévisions d'activité ou publication des résultats quel que soit le support, prospectus, notes d'opérations...). L'autorité des marchés financiers exerce une importante activité dans le domaine de la vérification de la fiabilité des informations diffusées par les sociétés cotées. Les statistiques de cette activité sont fournies dans le tableau n°1 suivant.

**Tableau n°1 : Enquêtes de l'AMF en matière d'infractions à l'information financière :
Période 1995-2005**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Situations de marché examinées	NC	NC	NC	NC	926	1159	1107	1148	1212	1025	1283
Enquêtes ouvertes	91	90	85	96	89	90	85	75	79	90	91
Nombres de dossiers transmis par l'AMF											
- aux autorités judiciaires	27	24	33	24	16	19	19	23	17	19	25
- aux autorités professionnelles	16	19	24	17	18	9	10	13	11	23	11
Procédures de sanctions administratives ouvertes par l'AMF											
- par nombre d'enquêtes	3	10	15	12	14	29	12	13	36	24	27
- par nombre de personnes concernées	16	21	NC	NC	NC	36	29	47	43	44	51

Source : *Rapports annuels de l'AMF*

*NC : Non connu

Le tableau n°1 montre une activité relativement importante de l'AMF en matière d'enquêtes liées à l'information financière. Le délai moyen entre les procédures d'investigation des faits et la sanction de l'AMF est inférieur à 15 mois. Sur la période 1995 - 2005, le total des sanctions de l'AMF est en augmentation. En revanche, le nombre d'enquêtes donnant lieu à transmission à l'autorité judiciaire reste relativement stable. Ces observations confirment le rôle qu'exerce l'autorité boursière dans la surveillance de la qualité des informations publiées. En effet, est sanctionnée, dans l'esprit des règlements, toute personne qui porte atteinte à la bonne information du public, qui communique une information inexacte, imprécise ou trompeuse ou ayant une incidence significative sur le cours d'un titre. On peut donc présumer que le rôle de contrôle qu'exerce l'AMF en matière d'information financière est, *a priori*, plus étendu que celui des juges (qui ne peut s'auto-saisir).

L'efficacité du contrôle de l'AMF est analysée à partir de 14 sanctions sur la période 1995-2005 ayant fait l'objet d'un recours judiciaire et pour lesquelles nous disposons de l'ensemble des informations sur les deux procédures. Pour appréhender cette efficacité nous avons retenu les critères tels que : le délai des enquêtes et le coût des sanctions.

L'analyse du contenu des décisions de sanction publiées dans les bulletins mensuels de l'AMF montre que la durée moyenne de la procédure d'investigation (de l'ouverture à la décision finale) est de 15 mois (contre 6,7 ans en moyenne pour la procédure judiciaire, après épuisement de tous les recours)⁷. Les sanctions prononcées par l'AMF ne bénéficient pas de sursis à exécution pendant les recours judiciaires. Par ailleurs, le coût des sanctions est plus élevé que celui prononcé par les juges judiciaires. Le montant des amendes prononcées est compris entre 10 000€ et 300 000€ (contre 2 189€ et 4 386€ pour les sanctions judiciaires). Les personnes sanctionnées lourdement sont généralement les dirigeants (Présidents du conseil d'administration et directeurs financiers). C'est le cas de 7 sociétés sur 14 (KALISTO,

SIDEL, CIBOX, RRSA, GENERIX, PALLAS-STERN, VIVENDI). Compte tenu des coûts financiers, les sanctions prononcées contre les dirigeants justifient le caractère disciplinaire de l'action de l'autorité boursière en matière de fiabilité des informations financières publiées. De ce fait, le contrôle de l'autorité boursière constitue un mécanisme de contrôle externe suffisamment efficace du gouvernement d'entreprise. Certaines de ces sanctions prononcées peuvent faire l'objet d'un recours juridictionnel, sans être suspensives.

2.1.2. Le contrôle judiciaire des 14 sanctions de l'AMF

Le contrôle judiciaire des sanctions de l'autorité des marchés se fait à travers la possibilité pour les parties sanctionnées d'exercer un recours auprès du juge. Pour les 14 affaires recensées ayant fait l'objet de recours, la majorité des décisions de l'AMF a été confirmée par la Cour d'Appel (à l'exception des cas des sociétés EURAZEO et PERFECT TECHNOLOGIES) et les pourvois formés en cassation ont généralement été rejetés. La procédure judiciaire de recours (appel et éventuellement pourvoi en cassation) concernant ces affaires est assez longue (entre 3,5 et 10 ans). Les recours formés contre les décisions de l'AMF génèrent des coûts supplémentaires significatifs (montant de la sanction de l'AMF et le cas échéant complément d'amendes pénales ou dommages et intérêt en matière de condamnation civile, frais des conseils et de justice). Les sanctions de l'AMF paraissent donc avoir un effet dissuasif pour lutter efficacement contre les fraudes à l'information financière diffusée par les sociétés cotées. Les sanctions confirmées par les voies de recours représentent en moyenne une amende de 155 110€ (sur une fourchette comprise entre 3 000€ et 760 000€).

En résumé notre étude montre que l'influence du contrôle externe des institutions boursières et judiciaires en matière d'information financière publiée peut réduire l'attitude opportuniste des dirigeants en matière d'information financière. Il s'agit là d'un postulat qui a pu être vérifié en partie par notre étude. En effet, l'efficacité des investigations et des sanctions de l'AMF analysées ici peut dissuader les dirigeants dans leur stratégie de manipulation frauduleuse de l'information comptable et financière.

Il nous a, par la suite, paru intéressant d'étudier la réaction des investisseurs à l'annonce des informations trompeuses et inexactes, ainsi qu'à la publication des sanctions de l'AMF.

2.2. Réactions des investisseurs à la connaissance des informations frauduleuses et des sanctions de l'AMF

Dans cette partie, après avoir présenté la méthodologie de notre étude (2.2.1), nous analysons :

- dans une première étape, la réaction des investisseurs à l'annonce par l'entreprise de l'information inexacte et trompeuse (2.2.2) ;
- puis dans un deuxième temps, l'évolution boursière du titre lors de la publication de la décision de l'AMF sanctionnant l'inexactitude de l'information financière (2.2.3).

2.2.1. Méthodologie

Pour chacune des décisions, nous avons recensé les dates pour lesquelles l'information inexacte et trompeuse a été annoncée publiquement⁸. A partir du contenu des décisions de sanction de l'AMF, nous avons dénombré 85 annonces d'informations inexactes et trompeuses pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon sur la période retenue (annexe)⁹. *A priori*, l'information publiée par l'entreprise est un signal positif émis auprès des investisseurs et a pour effet d'impacter positivement sur le cours. A l'inverse, la publication de la décision de sanction par l'AMF devrait avoir un effet inverse. L'évolution des rentabilités autour des dates de publication permet d'apprécier l'impact des informations frauduleuses et des sanctions de l'AMF sur le comportement des investisseurs. Pour apprécier l'impact sur la rentabilité de la communication des informations considérées *ex post* comme inexactes trompeuses, nous retenons une période d'estimation de 180 séances avant le k-10^e jour précédant l'événement (publication de l'information)¹⁰. La fenêtre d'événement comprend 21 jours de bourse (10 avant et 10 après, 0 étant le jour de publication de l'information jugée erronée).

Pour analyser la réaction à l'annonce de la décision de sanction de l'AMF, nous retenons une période d'estimation de 90 séances avant le k-10^e jour précédant l'événement (publication de la sanction). 90 jours est la durée moyenne qui s'étend entre le début effectif de la procédure officielle de sanction et le moment où l'AMF prononce sa décision. La fenêtre d'événement comprend également 21 jours de bourse (10 avant et 10 après, 0 étant le jour de publication de la sanction).

Selon notre méthodologie d'étude, la rentabilité normale du titre i (R_{ni}) est définie comme la rentabilité moyenne du titre i calculée sur la période d'estimation (de 180 jours). La rentabilité anormale du titre i au jour t (R_{ait}) est quant à elle calculée par l'écart entre la rentabilité observée en t pour le titre i (R_{oit}) et la rentabilité « normale » (R_{ni}) ; calculée par la formule : $R_{ait} = R_{oit} - R_{ni}$. Cet écart correspond à la rentabilité anormale due à la connaissance par le marché de l'information nouvelle non anticipée. Les rentabilités journalières sont calculées à partir des cours d'ouverture collectés sur la base de données *Data-stream*.

2.2.2. Réactions des investisseurs à l'annonce de l'information comptable inexacte et trompeuse

Le tableau n° 2 suivant donne les statistiques des rentabilités anormales calculées autour de l'annonce de l'information inexacte et trompeuse.

Tableau n°2 : Evolution des rentabilités anormales autour de l'annonce de l'information trompeuse et inexacte (I0)

Statistiques sur échantillon unique				
	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
I_10	37	-,0181	,05186	,00853
I_9	37	,0011	,04449	,00731
I_8	37	-,0196	,13340	,02193
I_7	37	,0025	,05012	,00824
I_6	37	-,0091	,06176	,01015
I_5	37	-,0026	,04337	,00713
I_4	37	-,0272	,10019	,01647
I_3	37	,0178	,06624	,01089
I_2	37	-,0013	,05667	,00932
I_1	37	-,0002	,05720	,00940
I0	37	,1029	,33225	,05462
I1	37	-,0181	,06243	,01026
I2	37	,0006	,03970	,00653
I3	37	-,0113	,05975	,00982
I4	37	-,0161	,06021	,00990
I5	37	-,0207	,05723	,00941
I6	37	-,0077	,05832	,00959
I7	37	-,0102	,05503	,00905
I8	37	-,0023	,06039	,00993
I9	37	-,0178	,04313	,00709
I10	37	-,3116	,82584	,13577

Ce tableau montre que la rentabilité anormale est en moyenne positive en I0 (date de l'annonce de l'information inexacte et trompeuse). Ce qui signifie que l'annonce de l'information inexacte a un impact positif inattendu sur les rentabilités, lorsqu'on compare la moyenne des rentabilités de I0 et à celles de I_1 (un jour avant l'annonce de l'information) et I1 (un jour après l'annonce de l'information). Le tableau n°3 suivant donne les résultats du test de signification des rentabilités anormales autour de l'annonce de l'information inexacte et trompeuse.

Tableau n°3 : Test de signification des rentabilités anormales à l'annonce de l'information trompeuse et inexacte

Test sur échantillon unique

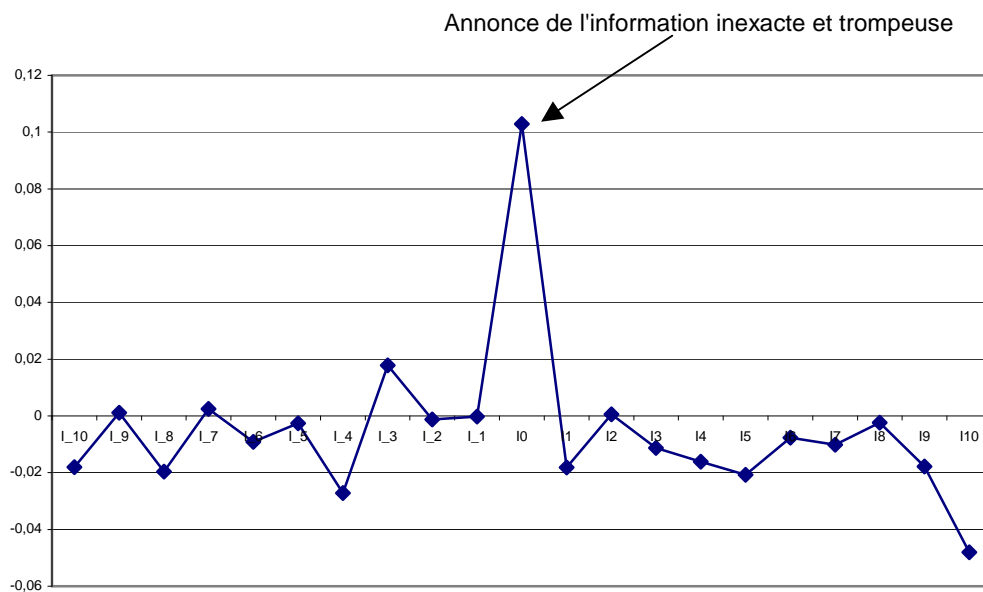
Valeur du test = 0						
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
I_10	-2,119	36	,041	-,0181	-,0354	-,0008
I_9	,147	36	,884	,0011	-,0138	,0159
I_8	-,894	36	,377	-,0196	-,0641	,0249
I_7	,300	36	,766	,0025	-,0142	,0192
I_6	-,894	36	,377	-,0091	-,0297	,0115
I_5	-,364	36	,718	-,0026	-,0171	,0119
I_4	-1,652	36	,107	-,0272	-,0606	,0062
I_3	1,633	36	,111	,0178	-,0043	,0399
I_2	-,136	36	,893	-,0013	-,0202	,0176
I_1	-,021	36	,983	-,0002	-,0193	,0189
I0	1,883	36	,068	,1029	-,0079	,2136
I1	-1,764	36	,086	-,0181	-,0389	,0027
I2	,088	36	,930	,0006	-,0127	,0138
I3	-1,153	36	,256	-,0113	-,0312	,0086
I4	-1,629	36	,112	-,0161	-,0362	,0040
I5	-2,201	36	,034	-,0207	-,0398	-,0016
I6	-,803	36	,427	-,0077	-,0271	,0117
I7	-1,124	36	,268	-,0102	-,0285	,0082
I8	-,236	36	,815	-,0023	-,0225	,0178
I9	-2,506	36	,017	-,0178	-,0321	-,0034
I10	-2,295	36	,028	-,3116	-,5869	-,0362

Le test de comparaison des moyennes du tableau n° 3 précédent montre que la publication de l'information inexacte et trompeuse a un impact sur le comportement des investisseurs. En effet, en I0 (jour de la publication de l'information), l'annonce de l'information est associée à une augmentation de la rentabilité (l'écart des rentabilités observé et calculé étant positif). La moyenne des rentabilités anormales de + 0,1029 est statistiquement significative au seuil de

10% ($t=1,883$). L'annonce de l'information inexacte et trompeuse produit donc l'effet escompté par les dirigeants auprès des investisseurs, puisqu'elle entraîne un surplus de volatilité des cours (à la hausse).

Le graphique n°1 suivant montre l'évolution des rentabilités anormales moyennes autour de l'événement (annonce de l'information financière fausse).

Graphique n°1 : Evolution des rentabilités moyennes autour de l'annonce de l'information trompeuse et inexacte



L'axe des ordonnées est en pourcentage et représente les rentabilités anormales moyennes

On observe une réaction positive des investisseurs à l'annonce de l'information considérée *ex post* par la commission des sanctions de l'AMF comme étant inexacte et trompeuse. Cette réaction positive ne se produit que le jour de l'annonce de l'information, puisqu'elle redevient négative dès le jour de bourse suivant (I+1). Ce qui montre que l'information comptable et financière inexacte et trompeuse est intégrée dans le cours assez rapidement comme étant une bonne information. Alors que sur les autres jours de la fenêtre d'événement, les rentabilités suivent une évolution relativement constante avec un décrochage marqué non expliqué en I+10.

On peut donc conclure pour cette première étape de l'étude, que l'annonce de l'information inexacte et trompeuse a l'effet voulu par les dirigeants puisqu'elle fait réagir positivement les investisseurs en entraînant une hausse des cours.

2.2.3. Réactions des investisseurs pendant le déroulement de la procédure de sanction de l'AMF

Ces réactions sont étudiées en deux temps correspondant au déroulement de la procédure de sanction :

- réaction à la date de l'ouverture de l'enquête officielle de l'AMF,
 - réaction à la date de l'annonce de la sanction de l'AMF.
-
- *Réaction à la date de l'ouverture de l'enquête officielle de l'AMF*

On sait que la publication d'informations inexactes et trompeuses est une infraction sanctionnable par l'AMF. Préalablement à la sanction, la commission de sanction de l'AMF diligente une enquête afin de réunir tous les éléments permettant de mettre en évidence l'infraction commise. La deuxième étape de notre étude est de mesurer l'impact du déclenchement de l'enquête pour publication de fausses informations. Pour ce faire, nous avons retenu une fenêtre d'événement de $[-10 ; 10]$ autour de la date de l'ouverture de l'enquête officielle de l'AMF. Les résultats de cette étude d'événement (non reproduits ici) n'apportent pas de réponses significatives. En effet, si la rentabilité anormale moyenne est négative ($-0,0553$) à la date du début de l'enquête (E_0), le test de comparaison des moyennes n'est pas significatif ($t=-1,469$). Ce résultat peut s'expliquer par le fait que l'ouverture de l'enquête officielle de l'AMF s'appuie sur des présomptions de fraude et les éléments matériels recueillis pendant l'enquête doivent permettre de mettre en évidence ou non la fraude. Les investisseurs attendent donc d'avoir plus d'informations pour réagir. La non significativité des résultats semble être en accord avec cette explication.

- *Réaction à la date de la sanction prononcée par l'AMF*

Tout comme lors des étapes précédentes, la comparaison des rentabilités permet de mesurer l'impact de la décision de sanction sur l'efficience informationnelle du marché et d'apprécier l'attitude des investisseurs. Le tableau n°4 suivant donne la moyenne des rentabilités anormales autour de la date de la publication de la décision de sanction.

Tableau n°4 : Evolution des rentabilités moyennes autour de la date de publication de la sanction de l'AMF

Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
S_10	37	,1972	,28316	,04655
S_9	37	,0050	,05417	,00891
S_8	37	,0183	,08133	,01337
S_7	37	,0129	,05998	,00986
S_6	37	,0014	,06487	,01067
S_5	37	,0042	,04543	,00747
S_4	37	,0046	,06584	,01082
S_3	37	,0082	,05716	,00940
S_2	37	,0022	,04225	,00695
S_1	37	-,0009	,05135	,00844
S0	37	-,0694	,07759	,01276
S1	37	-,0140	,05421	,00891
S2	37	-,0070	,07427	,01221
S3	37	-,0060	,07962	,01309
S4	37	,0217	,23297	,03830
S5	37	,0210	,07859	,01292
S6	37	-,0042	,05945	,00977
S7	37	-,0001	,04050	,00666
S8	37	,0271	,14421	,02371
S9	37	-,0026	,05688	,00935
S10	37	,0733	,78297	,12872

On observe que la rentabilité anormale moyenne est négative le jour de publication de la décision de sanction de l'AMF. Ce qui est conforme au signe attendu. En effet, il semble que les investisseurs réagissent négativement à l'annonce de la sanction. Il s'agit donc d'une mauvaise information pour le marché. Le test de comparaison des moyennes du tableau n°5 suivant tend à confirmer ce comportement des investisseurs.

Tableau n°5 : Test de comparaison des moyennes des rentabilités anormales

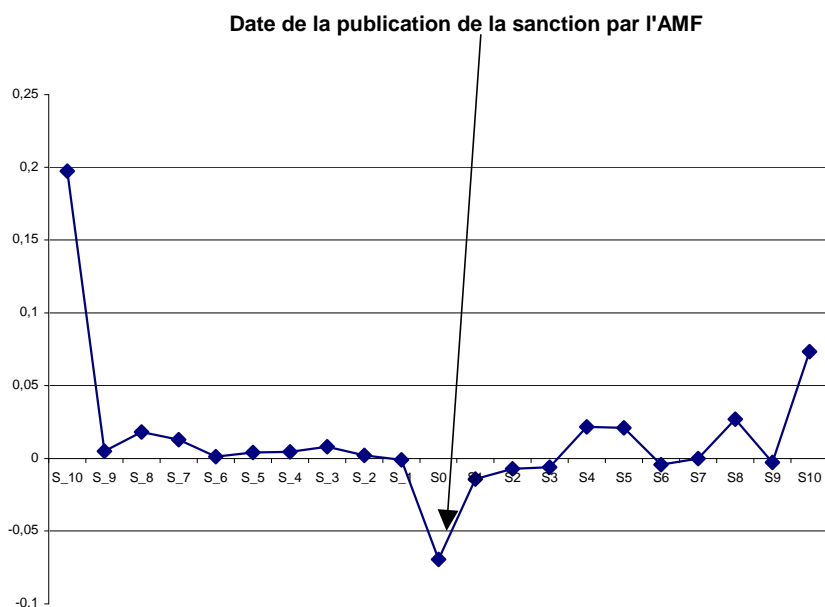
Test sur échantillon unique

Valeur du test = 0

	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
S_10	4,236	36	,000	,1972	,1028	,2916
S_9	,559	36	,580	,0050	-,0131	,0230
S_8	1,366	36	,180	,0183	-,0089	,0454
S_7	1,311	36	,198	,0129	-,0071	,0329
S_6	,129	36	,898	,0014	-,0203	,0230
S_5	,567	36	,574	,0042	-,0109	,0194
S_4	,421	36	,676	,0046	-,0174	,0265
S_3	,869	36	,391	,0082	-,0109	,0272
S_2	,319	36	,751	,0022	-,0119	,0163
S_1	-,102	36	,919	-,0009	-,0180	,0163
S0	-5,443	36	,000	-,0694	-,0953	-,0436
S1	-1,571	36	,125	-,0140	-,0321	,0041
S2	-,570	36	,572	-,0070	-,0317	,0178
S3	-,460	36	,648	-,0060	-,0326	,0205
S4	,566	36	,575	,0217	-,0560	,0994
S5	1,622	36	,113	,0210	-,0052	,0472
S6	-,434	36	,667	-,0042	-,0241	,0156
S7	-,016	36	,987	-,0001	-,0136	,0134
S8	1,142	36	,261	,0271	-,0210	,0751
S9	-,281	36	,780	-,0026	-,0216	,0163
S10	,569	36	,573	,0733	-,1878	,3343

Le tableau n°5 montre qu'à la date du prononcé de la décision de sanction, les investisseurs réagissent négativement, puisque la rentabilité anormale est en moyenne négative (-0,0694). Le test paramétrique de comparaison des moyennes des rentabilités anormales est significatif (t=-5,443). La décision de sanction prise par la commission de sanction de l'AMF a donc un impact négatif sur le comportement des investisseurs. Le graphique n°2 sur l'évolution des rentabilités anormales présenté ci-après montre un décrochage des rentabilités à la séance de bourse correspondant au jour de l'annonce de la décision de l'AMF, puis les rentabilités retrouvent leur niveau normal pour les jours de bourse suivant la date S0. Cet impact négatif sur les cours est moins important qu'à l'annonce de l'information trompeuse et inexacte.

Graphique n°2 : Evolution des rentabilités anormales moyennes à l'annonce de la sanction de l'AMF



L'axe des ordonnées est en pourcentage et représente les rentabilités anormales moyennes

En résumé, ces résultats confirment l'hypothèse selon laquelle le contrôle de l'institution de régulation boursière sur la qualité de l'information publiée par les sociétés cotées a une influence sur le comportement des investisseurs. Ceux-ci réagissent à la fois aux informations comptables et financières positives divulguées par les entreprises et également à l'appréciation par l'institution de régulation boursière de la qualité de cette information (à travers la sanction). Dans le cas de notre étude, lorsque l'information comptable et financière publiée par les dirigeants est inexacte et fautive *ex post*, la sanction liée à cette infraction est interprétée comme une mauvaise information intégrée rapidement dans le cours de bourse des titres des entreprises sanctionnées.

Conclusion

Les dirigeants, qui publient des informations financières trompeuses et inexactes pour servir leurs intérêts en profitant d'un contrôle interne faible, ne pourront pas toujours échapper aux coûts résultant du contrôle externe exercé par les institutions boursière et judiciaire. Ceci est d'autant plus difficile qu'il s'agit d'institutions indépendantes, très peu soumises *a priori* à des pressions externes. Ce qui n'est pas toujours le cas des organes de contrôle interne du gouvernement d'entreprise (qui peuvent être sous la dépendance des dirigeants). Notre étude

montre que l'efficacité et l'effectivité du contrôle exercé par l'AMF sont essentiellement dans les dispositifs d'une gouvernance d'entreprise élargie. Les caractéristiques de cette efficacité sont : la rapidité des investigations, le coût des sanctions et la quasi-certitude de la confirmation de la sentence de l'autorité boursière par les tribunaux judiciaires. Le contrôle judiciaire est quant à lui peu dissuasif en raison principalement des règles de procédure, d'un examen *a posteriori* de la fraude à l'information financière et de la durée de l'instruction judiciaire. Toutefois, lorsque ce contrôle vient compléter l'action de l'AMF (en cas de recours), il apporte un complément d'efficacité utile dans l'amélioration des mécanismes de la gouvernance d'entreprise.

Cependant, pour que nos conclusions puissent être généralisées, plusieurs pistes de recherche peuvent se dégager à travers la série des questions suivantes : quelle est la probabilité pour les dirigeants d'être appréhendé et condamné lorsqu'ils commettent des infractions en matière d'information financière ? Quel est le niveau de sévérité ou le coût des sanctions qui dissuadent les dirigeants de commettre de telles infractions ? Quels arbitrages les dirigeants fraudeurs font-ils entre les gains et les pertes résultant de la commission de l'infraction ? Comment le contrôle externe exercé par les institutions boursières et judiciaires est-il perçu par les dirigeants et les autres organes internes et externes du gouvernement d'entreprise ?

Bibliographie

- Beasley's M. S. (1996) « An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud », *The Accounting Review*, Vol 71, p. 443-464.
- Beatty R. (1989), « Auditor reputation and the pricing of initial public offerings », *The Accounting Review*, Vol. 64, n°4, p.693-709.
- Beaver W. (1968), « The information content of annual earnings announcements », Vol. 6, *Journal of Accounting Research*, p.67-92.
- Bulletins mensuels et rapports annuels de l'AMF, www.amf-france.org
- Charreaux G. (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » in *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Economica, p.421-469.
- Davidson R. et Neu D. (1993), « A note on the association between audit firm size and audit quality », *Contemporary Accounting Research*, printemps, p.479-488.
- De Angelo L. (1981), « Auditor size and audit quality », *Journal of Accounting and Economics*, n°3, p.183-199.
- Dempsey S. Hunt H. et Schoeder N. (1993), « Earnings management and corporate ownership structure : an examination of extraordinary item reporting », *Journal of Business Finance and Accounting*, juin, Vol. 20, p479-500.
- Fama E. F. and Jensen C. (1983) « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, Vol 26, p. 301-326.
- Francis R., Khurana I. Et Pereira R. (2002), « The role of accounting and auditing in corporate governance, and the development of financial markets around th world », *European Accounting Association in Copenhagen*.
- Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre conseil d'administration et conseil de surveillance », *Finance-Contrôle-Stratégie*, Vol. 1, n°4, décembre, p.39-62.
- Healy P. (1985), « The effect of bonus schemes on accounting decisions », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p.85-107.

- Jensen M. (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal Of Finance*, 48, n°3, juillet, p.831-880.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol.3, p.305-360.
- Klein A (2002), « Audit committees, board of director characteristics and earnings management », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, p.375-360.
- La Porta R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A (2006), « What Works in Securities Laws? », *Journal of Finance*, Vol. 61 (1), p. 1-32.
- La Porta R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A et Vishny R. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, Vol. 54, p. 471-517, April.
- La Porta R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, p. 3-37, October.
- Labelle R et Raffournier B. (2000), « Comparaison des modèles de gouvernement d'entreprise canadien, français et allemand », *Gestion, revue internationale de gestion*, Vol. 25, n°3, Automne, p.49-57.
- Labelle R. (2002), « The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), a voluntary disclosure and corporate governance perspective" *Working paper* 02-01.
- Leuz C., Nanda D. et Wysssocki P. D. (2003), « Earning Management and Investor Protection : An International Comparison », *Journal of Financial Economics*, Vol 69, p. 505-527.
- Michailescu C. (2000), « Qualité de l'information comptable », *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, p. 1023-1032.
- Palmrose Z. (1988), « An analysis of auditor litigation and audit service quality », *The Accounting Review*, Vol.63, p.109-131.
- Palmrose Z. et Scholz S. (2004), « The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting : evidence from restatements », *Contemporary Accounting Research*, Vol 21, n°1, p.140.
- Pigé B. (2000), « Qualité de l'audit et gouvernement d'entreprise : le rôle et les limites de la concurrence sur le marché de l'audit », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Tome 6, Vol 2. septembre, p.133-152.
- Pochet C. (2004), « Fédéralisme, droit des sociétés et gouvernance d'entreprise : quelles leçons l'Europe peut-elle tirer de l'expérience américaine ? », 17^e journées nationales des IAE, Lyon, p. 443-466.
- Rajan R. et Zingales L. (1995), « What do we know about capital structure ? Some evidence from international data », *Journal of Finance*, Vol. L, n°5, p.1421-1460.
- Ripington F. et Taffler R. (1995) « The information content of firm financial disclosures », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, 3, avril, p.345-362.
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management entrenchment : the case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, n°1, p.123-139.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, Vol. 52, p.737-783.
- Shleifer A. et Wolfenzon D. (2002), « Investor protection and equity markets », *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, n°1, p.3-27.
- Teoh S et Wong T. (1993), « Perceived auditor quality and the earnings response coefficient » *The Accounting Review*, avril , p.346-366.
- Warfield T., Wild J et Wild K. (1995), « Managerial ownership accounting choices and informativeness of earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, p.61-91.
- Watts R. et Zimmerman J. (1986), « Positive accounting theory », Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Annexe : Sociétés de l'échantillon

• Sociétés ayant publié des informations financières trompeuses et inexacts

	Sociétés	Date de la sanction de l'AMF	Nature de l'infraction	Recours judiciaire
1	CIMENTS FRANCAIS	03-oct-95	Publication de comptes inexacts, Diffusion d'informations fausses et trompeuses	Jugement confirmatoire
2	PALLAS-STERN	11-août-97	Fausse information; Présentation de comptes inexacts	Jugement définitif confirmatoire
3	VEV	14-janv-95	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion d'informations fausses et trompeuses	Jugement définitif confirmatoire
4	SDS	04-août-95	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations, Faux et usage de faux en écriture comptable	Rejet du pourvoi en cassation
5	COMPTOIRS DES ENTREPRISES	23-déc-01	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations, complicité, abus de biens sociaux	Jugement définitif confirmatoire
6	CAUVAL INDUSTRIE	15-déc-02	Diffusion d'information fausses et trompeuse	Ordonnance de non-lieu
7	ZANNIER	13-août-96	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Ordonnance de non-lieu
8	CREDIT FONCIER	13-nov-98	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Ordonnance de non lieu
9	BRICODEAL	14-août-01	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Ordonnance de non lieu
10	HBWOO.COM	22-juil-04	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Classement sans suite
11	PERFECT TECHNOLOGIES	17-nov-05	Diffusion d'information fausses et trompeuse	Classement sans suite
12	WAELES	13-juil-99	Fausse information; Comptes annuels non sincères; Faux et usage de faux	Classement sans suite
13	BELVEDERE	13-juil-99	Fausse information; Comptes annuels non sincères	Jugement définitif confirmatoire
14	ALBERT	02-févr-00	Fausse information, Présentation de comptes inexacts	
15	COFIDUR	02-juil-03	Fausse information	Jugement définitif confirmatoire
16	COCOON	05-nov-03	Fausse information	Jugement définitif confirmatoire
17	AUREA	24-janv-05	Fausse information	Classement sans suite
18	MINES DE LA LUCETTE	29-sept-05	Fausse information	Jugement définitif confirmatoire
19	EXANE	16-sept-05	Publication de comptes inexacts, Diffusion d'informations fausses et trompeuses	Jugement définitif confirmatoire
20	EURAZEO	17-sept-05	Publication de comptes inexacts, Diffusion d'informations fausses et trompeuses	Ordonnance de non lieu
21	GENERIX	06-janv-05	Fausse information; Présentation de comptes inexacts, Faux en écritures comptables	Jugement définitif confirmatoire
22	VIVENDI	03-nov-04	Présentation de comptes inexacts, Diffusion de fausses informations et abusivement optimistes, faux en écritures comptables, complicité	Jugement définitif confirmatoire, Rejet pourvoi en cassation
23	SIBEL	12-sept-02	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations, système de cavalerie	Jugement définitif confirmatoire
24	CIBOX	07-juil-03	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Jugement définitif confirmatoire
25	RRSA	04-mars-03	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Jugement définitif confirmatoire
26	KALISTO	24-sept-02	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Jugement définitif confirmatoire
27	ARTPRICE.COM	24-juin-03	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Jugement définitif confirmatoire
28	DUC	10-juin-03	Présentation de comptes annuels inexacts, Diffusion de fausses informations	Jugement définitif confirmatoire

- **Sociétés concernées par les 14 sanctions de l'AMF ayant fait l'objet d'un recours juridictionnel**

	Sociétés
1	CIMENTS Français
2	PALLAS-STERN
3	COMPTOIRS DES ENTREPRISES
4	PERFECT TECHNOLOGIES
5	MINES DE LA LUCETTE
6	EURAZEO
7	GENERIX
8	VIVENDI
9	SIBEL
10	CIBOX
11	RRSA
12	KALISTO
13	ARTPRICE.COM
14	DUC

Notes :

¹ Présomption d'innocence, impartialité, respect de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme, procès équitable.

² Le recours fait intervenir le juge comme un organe de contrôle externe du bon fonctionnement du gouvernement d'entreprise, qui garantit la qualité des informations financières diffusées et discipline les dirigeants. En effet, le contrôle du juge porte à la fois sur la légalité externe (vices de forme ou de procédure) et sur la légalité interne (règles de preuve, qualification des faits, application du droit et de la réglementation...).

³ Dans ce dernier cas, il est rare que les arrêts confirmatoires rendus par la Cour d'Appel soient moins sévères que les sanctions de l'AMF.

⁴ Site et bulletins mensuels de l'AMF

⁵ La répartition par marché de cotation est la suivante : 16% au Premier marché, 29% au second marché, 42% au nouveau marché et 13% au marché libre. 14 de ces 45 sanctions de l'AMF ont fait l'objet d'un recours auprès de la Cour d'appel de Paris et données lieu à une décision de justice ayant autorité de la chose jugée. Les entreprises retenues pour notre étude sont présentées en annexe.

⁶ L'article L. 621-6 du code monétaire et financier stipule que « Pour l'exercice de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au Journal Officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie. L'Autorité des marchés financiers peut, pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences, prendre des décisions de portée individuelle. Elle peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général ».

⁷ Délai estimé à partir de l'annuaire des statistiques du ministère de la justice (La documentation française, 2005).

⁸ Ces dates sont précisées dans l'énoncé des faits dans chacune des décisions de l'AMF.

⁹ Il s'agit de l'ensemble des informations inexacts et trompeuses publiées par les 28 sociétés de l'échantillon. Il est à noter que plusieurs sociétés ont publié plusieurs informations inexacts et trompeuses sur la période étudiée.

¹⁰ La période de 180 séances correspond à un semestre de cotation et permet d'observer l'évolution des rentabilités sur une fenêtre relativement longue et significative.