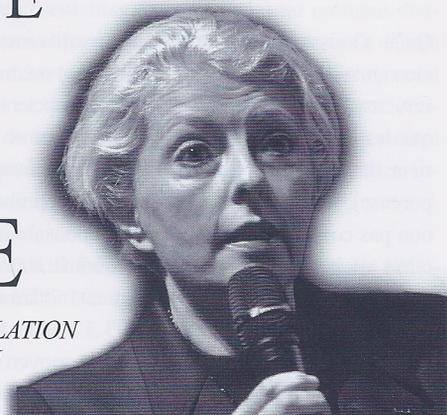


LA PROBLÉMATIQUE DE LA SINCÉRITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

Madame le Professeur
**Marie-Anne
FRISON-ROCHE**

AGRÉGÉE DES FACULTÉS DE DROIT, FONDATRICE DE LA CHAIRE RÉGULATION DE SCIENCES PO PARIS ET DE *THE JOURNAL OF REGULATION*



La première observation qui vient à l'esprit est que l'expression « sincérité des comptes » semble être une faute de français : en effet la sincérité est la qualité que l'on attribue à un être vivant, elle ne peut être l'apanage d'un objet (l'information).

La deuxième observation tient au fait que le marché financier, par sa puissance de fait mais aussi par la puissance conceptuelle de ceux qui l'étudient et rédigent des normes, a happé la comptabilité et donné un nouveau sens à la « sincérité de l'information financière », transformée en exigence d'information « exacte », au sens où les documents devraient refléter la réalité passée, présente, voire future, de la source de profit des investisseurs, l'entreprise étant une de ces sources, la comptabilité n'étant plus qu'un de ces éléments d'information.

Ma troisième observation ne peut consister alors qu'à mesurer les dégâts réciproques, puisque la logique financière de l'information en temps réel de l'investisseur par le marché, via la comptabilité, elle-même devenue « l'annexe de ses annexes », dissout la comptabilité dans la finance, tandis que la comptabilité, ayant intégré les valorisations des actifs par référence aux marchés, soumet l'entreprise et l'investisseur à des dévaluations drastiques des actifs au bilan. Ma quatrième et dernière observation consiste alors, d'une façon circulaire, à revenir à mes débuts. Si le cœur est désormais l'information « exacte », alors la responsabilité devient considérable. Il faut que le droit dans sa sagesse associe de nouveau la « sincérité » aux personnes. Pour cela, il doit veiller à ce que la comptabilité soit un élément d'information de toutes les parties prenantes, mais ne se dissolve pas dans la seule information financière, car l'information sincère n'est pas l'information vraie.

DERRIÈRE L'INFORMATION, C'EST LA SINCÉRITÉ DE LA PERSONNE QUI L'ÉMET QUE LE DROIT ÉVALUE EX POST

Comment une chose, corporelle ou incorporelle pourrait-elle avoir cette qualité morale qu'est la sincérité ? En effet, celle-ci est la marque non pas d'une chose mais d'une personne, qui exprime sans dissimulation ni tromperie ses sentiments ou ses intentions.

D'ailleurs, sincérité, spontanéité, jeunesse et romantisme ont partie

liée : nous voilà bien loin de la finance...

Ainsi, Monsieur le Doyen Yves GERARD l'a parfaitement bien exprimé tout à l'heure en disant que pour comprendre l'exigence qu'a le droit positif de « l'information sincère », il convient de se référer au droit des contrats et à sa référence à l'obligation des cocontractants sincères l'un par rapport à l'autre, voire vis-à-vis des tiers. L'orateur autorisé s'est ainsi référé à des personnes (les contractants), et non à une chose (l'information).

Si l'on doit s'exprimer ainsi, la locution « information sincère » constitue une ellipse : elle signifie alors que l'information qui résulte des comptes doit être établie par des personnes sincères, c'est-à-dire des personnes qui ont l'intention de dire la vérité (critère subjectif), même s'il y a une distance entre la représentation qui est faite de la réalité par les comptes et cette réalité, distance qui apparaît objectivement par la suite. Cette dimension subjective apparaît dans la qualification pénale de « faux bilan ». Il est essentiel de conserver à l'esprit cette observation car les conséquences probatoires en sont majeures. En effet, le droit pénal va à la fois étendre son exigence probatoire jusqu'à la démonstration d'une volonté de dissimulation, de tromperie, de construire une représentation de la vérité en distance de celle-ci, et de restreindre son exigence probatoire : le seul fait que les écritures comptables en elles-mêmes ne traduisent pas la réalité économique de l'entreprise, telle que rétrospectivement elle apparaît, notamment aux investisseurs, ne suffit à constituer ni l'élément intentionnel ni même l'élément matériel de « faux bilan ».

On mesure ainsi à quel point il est important en droit de préciser le sens des locutions, mot par mot (ce à quoi renvoie la méthode traditionnelle de la glose) : ce n'est pas parce que la « sincérité » est rattachée à une chose qu'elle renvoie techniquement à un critère objectif. Il y a toujours derrière l'information, l'émetteur de celui-ci (le mandataire social, l'expert-comptable, le commissaire aux comptes, l'analyste financier) et c'est la sincérité de ceux-ci que le droit contrôle avant toute chose, lorsqu'ex post, il s'agit d'engager des responsabilités.

Pourtant, le marché ne fonctionne pas sur des mécanismes ex post.

LES LOGIQUES DE MARCHÉ DEFORMENT LA LOGIQUE JURIDIQUE POUR IMPOSER UNE REALITÉ DES COMPTES, A TRAVERS UNE NOTION DEFORMÉE DE « L'EXACTITUDE » DES COMPTES

Qu'il s'agisse d'un marché des investissements (marchés financiers, *private equity*, marchés bancaires) ou du marché des biens et services sur lequel interviennent les créanciers de l'opérateur, ainsi que les salariés de celui-ci (la frontière entre l'intérieur et l'extérieur devenant pour les entreprises financiarisées de plus en plus poreuse), les personnes qui y agissent appréhendent l'information non pas comme matériau pour la responsabilité future des mandataires sociaux, mais comme une donnée immédiate afin d'opérer des choix optimaux (d'investissement, notamment).

Dès lors, les comptes ne sont pas le moyen par lequel ceux qui exercent le pouvoir « rendent des comptes », c'est-à-dire sont responsables. Les comptes ne sont pas parties intégrantes du droit civil. Les comptes ne sont pas la trace laissée par des actes juridiques, notamment des contrats et diverses formes juridiques d'engagements, notamment des décisions par lesquelles la société devient responsable. Les comptes ne sont pas la base préconstituée de ce que seront ex post les mécanismes de responsabilité activés par les actionnaires et les investisseurs.

Les comptes changent complètement de nature : ils deviennent les outils ex ante par lesquels les investisseurs (qui n'ont pas particulièrement à avoir la qualité juridique d'actionnaire, laquelle devient indifférente) vont disposer des informations pertinentes pour apporter leurs capitaux dans telle ou telle entreprise (la distinction entre les personnes morales devenant elle-même indifférente, au profit notamment de celle de groupe, la notion de comptes consolidés devenant première).

On observera à cette occasion, voire cette « aspiration » de la notion de « information sincère », de l'espace de la responsable (ex post) à l'espace de la décision d'investissement (ex ante) laisse vide la question de la responsabilité des entreprises. En effet, si les comptes ne servent plus d'une façon première à la responsabilité des entreprises, via les décisions prises par les mandataires qui expriment leur volonté, mais à permettre ex ante aux investisseurs externes de décider, de faire des choix rationnels, les comptes leur permettant de diminuer l'asymétrie d'information dont ils sont victimes.

Il en résulte un vide, parce que la responsabilité de l'entreprise ne vient plus alors de l'intérieur de l'entreprise, de l'action des actionnaires (qui sont davantage occupés à utiliser l'information pour rentabiliser l'apport, notamment par l'achat et la revente sur le marché). Dès lors, la responsabilité elle-même va être cassée.

En effet, la responsabilité va cesser d'être un mécanisme ex post pour devenir ex ante, va cesser d'être un phénomène extérieur à l'entreprise, pour y être internalisée : c'est l'engouement pour la « responsabilité sociale de l'entreprise ».

En effet, on ne peut qu'être frappé de la concomitance entre le fait que les comptes ne sont plus des outils par lesquels les actionnaires, acteurs internes de la société, demandent ex post des comptes à

la société et à ses mandataires à travers le mécanisme de la société, et les nouvelles théories et règles juridiques, souvent appelées *accountability*, par lesquelles les entreprises, d'elles-mêmes, donc d'une façon interne, en ex ante, à travers des publications diverses et notamment des annexes dans les documents sociaux (annexes aux bilans et aux documents d'assemblées) informent sur leur politique d'égalité ou de préservation de l'environnement.

La nature a horreur du vide. Le système juridique, à travers ces nouvelles règles de « responsabilité sociale des entreprises » supplée le vide laissé par le fait que l'on estompe le rôle traditionnel de l'information comptable, à savoir la responsabilité.

Aujourd'hui, l'information comptable risque ainsi d'être délogée de son rapport à la responsabilité, celle-ci étant relayée par d'autres mécanismes (essentiellement la « responsabilité sociale ») pour être attirée par le marché financier. Mais cette attraction entraîne sa métamorphose. En effet, l'actionnaire, qui était un acteur interne à une société (groupe) de personnes qui se joignent pour tenter une aventure commune, selon les termes même de l'article 1832 du Code civil), devient un investisseur, qui est un acteur externe à une entreprise, laquelle doit être analysée comme une source de profit, le temps de s'y asseoir un instant, dans un siège d'actionnaire par exemple, puisque l'on sait que le marché financier fonctionne sur l'instantanéité. L'instant qui est la négation même de la durée mais permet la liquidité à laquelle l'on reconnaît la qualité d'un marché financier, a un effet destructeur sur l'entreprise puisque celle-ci a vocation à se développer dans la durée.

La puissance d'abstraction d'un marché, en cela le marché financier est une nouvelle fois la forme la plus pure du marché, fait que l'entreprise est déniée dans sa réalité économique pour ne plus apparaître que dans sa réalité financière. Cela explique la tendance actuelle à prétendre réduire les Etats à des normes comptables quasiment ordinaires, alors même qu'ils ne sauraient être des sujets de droit ordinaires. Mais pour des investisseurs, notamment au regard du droit de la concurrence ou du droit des dettes souveraines, la neutralisation de ces sujets souverains s'impose.

En effet, dès l'instant que ces sujets émettent des titres, ici des dettes souveraines, alors l'information doit être exacte. Les comptes changent alors radicalement de finalité : ils ont pour fonction de fournir à l'instant une information exacte, c'est-à-dire le pur reflet de la réalité économique et financière de l'émetteur du titre, passée, présente et surtout future.

L'INVESTISSEUR RECHERCHE L'EXACTITUDE DE L'INFORMATION, DONT LA COMPTABILITÉ N'EST QU'UNE PART

La comptabilité devient alors non plus tant une annexe du droit des sociétés et du droit civil, notamment du droit de la responsabilité, mais bien plutôt une annexe du droit des marchés financiers et, dans la mesure où celui-ci est dépendant des banques, du droit bancaire. Or, les comptes constituent une information financière à part entière, comme l'avait affirmé la Commission des Opérations de Bourse, en sanctionnant KPMG pour un défaut de diligence, le régulateur considérant qu'un défaut dans une certification d'un produit offert sur le marché financier pouvait constituer une fausse

information au marché. Ainsi, la comptabilité non seulement, mais la certification de celle-ci, est une information pour l'investisseur ; à ce titre, elle relève du pouvoir de contrôle et de sanction du régulateur financier.

Dès lors, l'information financière n'est plus l'annexe du bilan, comme cela peut sembler si l'on se fie aux apparences et aux procédures, mais bien l'inverse : l'information comptable est l'annexe de l'information financière.

Ainsi, les chiffres participent simplement à l'information plus généralement de l'investisseur qui, ainsi mieux informé contre le mandataire social (son ennemi, selon la « théorie de l'agence »), va pouvoir choisir au mieux où mettre son argent et acheter ou vendre au plus vite, puisque la liquidité du marché financier est la force première de l'investisseur. C'est la liquidité du marché financier qui a pu faire dire que le marché financier est synonyme de l'actionnaire minoritaire lui-même : en effet, si celui-ci est bien informé (et l'information financière, grâce à la comptabilité, le permet), l'actionnaire minoritaire mécontent vend (il « vote avec ses pieds »). C'est pourquoi le marché financier est juste.

Il est alors vital que l'information financière, via la comptabilité, soit « exacte », car c'est sur cela que repose l'affirmation selon laquelle le marché financier est juste. Dans cette perspective-là, l'investisseur ne regarde plus la société, plus même l'entreprise, mais la « source de profit », soit en elle-même (par les dividendes par exemple) ou par ce qui serait un acte d'achat ou de vente de titres.

Dans cette conception, tout change. En premier lieu, ce que l'on appelle comptablement les « annexes » deviennent l'essentiel de l'information. En effet, passant de ce discours codé qu'est la comptabilité à un discours discursif constitué par une série d'affirmations, l'investisseur est mieux informé. Ainsi, la comptabilité devient « l'annexe de ses annexes ».

Plus encore et en second lieu, la comptabilité donne une photo de la société (ou du groupe en cas de comptes consolidés, les seuls pertinents pour l'information financière) pour l'année qui vient de s'écouler. Mais si l'objet de la comptabilité est d'éclairer l'investisseur sur son action présente, une information sur le passé n'est guère pertinente. L'annexe, établie sur un mode discursif, sur le présent, au moment où les comptes sont présentés mais postérieurement à l'arrêté de ceux-ci, est une pertinence plus grande.

Plus encore, le choix de l'investisseur sera éclairé si on lui donne des informations sur le futur de la source de profit pour celui que constitue la société, le groupe, la collectivité locale, l'Etat. C'est pourquoi font figurer dans l'annexe des discours des dirigeants sociaux sur l'avenir du « sous-jacent », la société, le groupe, la collectivité, l'Etat. Cela peut tout d'abord relever d'une sorte de prédiction, le mandataire affirmant qu'il sera fait ceci ou cela, que l'Etat récoltera tel montant d'impôt, etc. Puis, les investisseurs voulant toujours avoir plus de certitudes « tyrannie des marchés », les annexes deviennent des « actes de langage », c'est-à-dire le lieu où des engagements sont pris, par exemple de réduction de dépense, de retour à l'équilibre, etc.

Ainsi, du fait que la comptabilité n'est plus qu'une part de l'information financière, mais que l'information financière est d'une toute

autre nature que la comptabilité, cet ordonnancement de chiffres qu'est la comptabilité est aspiré par le discours littéraire des annexes qui engage les mandataires sociaux.

L'on est passé du droit civil au droit des marchés financiers. L'on est passé de l'exigence subjective de sincérité de ceux qui dessinent par les chiffres la représentation de la société à un moment donné fixe, à une exigence objective d'exactitude pesant sur la tête de ceux qui doivent dire à tout moment où l'entreprise en est dans un contexte mouvant et ce qu'elle fera. Ceux qui endurent cette obligation, en échange de leur demande de fonds, émettent des actes de langage, par lesquels ils s'engagent sur l'avenir. Ce sont les annexes, cœur du dispositif.

LE CHOC EN RETOUR DE L'EXIGENCE D'UNE REPRESENTATION EXACTE DE LA SOURCE DU PROFIT DE L'INVESTISSEUR SUR CE QU'EST LA COMPTABILITE

Il était prévisible que cette métamorphose de la comptabilité, devenant « l'annexe de son annexe », pièce d'une information financière qui lui est pourtant hétérogène, ait des conséquences directes sur ses propres fondamentaux.

On peut l'observer sur la question cruciale de l'évaluation.

Comme on le sait, la majeure partie des sociétés cotées évaluent leurs actifs en « valeur de marché » (*market value*). Dans une logique de marché, cela paraît aller de soi. Quel mécanisme peut mieux donner le prix d'un actif si ce n'est le marché ? Le prix d'un bien est donné par le marché : c'est un truisme, puisque c'est la vertu même du marché que de faire sortir par son existence même les prix exacts, que l'on qualifie de ce fait de « justes prix » (*fair value*). Ainsi, si le marché financier veut recueillir le prix d'un actif, il faut mais il suffit qu'il sollicite ce que l'on pourrait appeler son sous-jacent que constitue le marché des biens et services, à savoir le marché des actifs, et qu'il recueille le prix de cet actif sur ce marché. Ce sera nécessairement le prix acte. La *market value* est forcément le *fair value*.

En outre, alors que la comptabilité est forcément dépassée, par des points comptables régulés, on peut réajuster la valeur des actifs en regardant les variations des prix sur les marchés des actifs de référence. Ainsi, la *market value* est le prix actuel, ce que veut l'investisseur, qui veut connaître les valeurs ici et maintenant, puisque la comptabilité est l'outil ex ante de son choix d'acheter ou de vendre ici et maintenant.

Ainsi, la logique financière ne peut que mener vers la *market value*. C'est pourquoi les régulateurs financiers ou certains opérateurs financiers n'y trouvent rien à redire.

Mais l'on mesure qu'il faut avoir dissous la comptabilité dans la finance pour raisonner ainsi. C'est avoir oublié que la comptabilité n'est pas un outil pour permettre à l'investisseur de bien mesurer ses risques pour mieux s'enrichir. C'est avant tout un outil pour préserver les partenaires internes et externes de l'entreprise, comme cela a été tout à fait bien dit par Monsieur le Président Michel TULDEL. Or, cette dimension, consubstantielle à la comptabilité, est oubliée dans une telle approche.

Si l'on reprend ce qu'est une « valeur de marché » d'un actif, c'est le prix auquel un actif trouvera preneur sur un marché s'il est mis en vente. Mais en comptabilité, un principe majeur est celui de la continuation de l'entreprise, que l'on suppose *in bonis*. Valoriser les actifs en valeur de marché, c'est les traiter comme si toutes les entreprises étaient toutes en liquidation.

Sans même évoquer le risque systémique, dont on a vu le déclenchement lors de la crise financière dans laquelle les normes IFRS ont joué un grand rôle puisqu'accrochant les actifs aux marchés, elles ont déclenché une nécessité de dévaluation dans les bilans tout aussi mécanique, l'évaluation par le biais du marché est contraire à un principe majeur de la comptabilité.

Ainsi, lorsque la comptabilité est happée par la finance, l'effet destructeur joue dans les deux sens. Dans un premier temps, la finance détruit la comptabilité. En imposant, via les normes IFRS la *market value*, en faisant entrer le marché à l'intérieur de l'entreprise, en achevant par ce biais de financiariser l'économie réelle même si l'entreprise n'est pas dépendante de la finance mais par le seul biais de sa comptabilité, l'entreprise devient fragile.

Par une sorte de revanche, qui ne saurait avoir la valeur de consolation, la comptabilité détruit la finance. En effet, parce que la comptabilité est un langage codé, partie intégrante de l'information financière, scruté par tous les investisseurs, ceux-ci tirent toutes conséquences des « hauts et des bas » des évaluations dans les actifs. Ainsi, ce qui a conduit à des faillites dans des entreprises cotées, parfois des banques, ce sont précisément des dévalorisations d'actifs qui, situés sur des marchés mouvants et évalués en *markets value* devaient changer de valeur d'une façon vertigineuse dans les bilans. Une crise de confiance a pu alors se déclencher chez les porteurs des titres émis par la société en cause.

Triste revanche de la comptabilité contre la finance ...

Doit-on être pessimiste ? Cela n'est pas certain. En effet, l'Europe a remarqué que les normes IFRS sont à la fois promues par les Etats-Unis mais que ceux-ci se gardent de les appliquer sur leur territoire. Il ne me semble pas que la régulation financière et le principe de l'information financière soient des questions secondaires aux Etats-Unis. Cela montre qu'une comptabilité plus classiquement conçue peut très bien trouver place dans un système où l'on distingue mieux la comptabilité d'une part, l'information financière d'autre part.

En effet, la comptabilité peut être une information que les marchés considèrent sans se dissoudre dans les mécanismes financiers pour autant. Cette observation vaut également pour le droit du travail : les décisions en droit du travail sont des informations financières, cela ne justifie pas pour autant la suppression du droit du travail. Le même raisonnement peut être tenu pour le droit de la propriété intellectuelle, etc.

Reconnaissons que le fait que ce soit des économistes qui conçoivent les systèmes, donc les pensent, donc les imposent, et assez peu les juristes, contribue grandement à cette dissolution du droit dans l'économie financière, ici de la comptabilité dans la finance, du droit comptable dans le droit financier.

LA PERSPECTIVE DE LA RESPONSABILITE CONSTRUITE SUR L'EXIGENCE D'UNE INFORMATION EXACTE ET PREDICTIVE

Mais le droit va revenir, car il revient toujours. Lorsqu'il revient d'un espace où il a été exclu, c'est à travers le mécanisme de la responsabilité. Dans une perspective pénale, nous avons vu que la sagesse des juges, à travers la qualification de « faux bilans » ne vise qu'une exigence subjective de sincérité de la personne qui établit les comptes de la société, conformément aux principes généraux du droit pénal.

Mais cette sagesse n'est pas nécessairement partagée par les régulateurs et par les juges non-répressifs, moins soucieux de BECCARIA et de l'interprétation restrictive des textes de sanction. En effet, par le mouvement décrit, la comptabilité ayant été engloutie dans l'information financière, on en viendrait à dire que les comptes doivent refléter la réalité économique et financière de l'entreprise, ici et maintenant, voire dans ce qu'il serait raisonnable de prévoir et de promettre.

Si l'on considère que c'est l'objet des annexes, et si l'on considère que le bilan n'est pas l'objet principal, mais qu'il est « l'annexe des annexes » car c'est dans celles-ci que l'on trouve le cœur de l'information financière recherchée par les investisseurs (information financière dont le bilan n'est qu'un des multiples outils, ce qui justifie qu'il emprunte la forme de l'information des marchés, par exemple la *market value*), alors les responsabilités encourues vont être démultipliées.

En effet, il faudrait mais il suffirait que le bilan et ses annexes ne correspondent pas objectivement à la réalité économique et financière de l'entreprise, même si subjectivement ceux qui établissent les documents sont sincères, pour que la responsabilité de ceux-ci soit retenue par le régulateur pour fausse information du marché et pour qu'elle soit retenue par le juge civil pour indemniser les victimes. On attend l'effet démultiplicateur de l'importation en droit français de la *class action*...

Une première solution, pragmatique, est de négocier au plus tôt avec les assureurs le montant des primes de responsabilité professionnelle pour les experts-comptables et pour les commissaires aux comptes, ainsi que pour les mandataires sociaux.

Une seconde solution, plus ambitieuse, est de faire en sorte que la comptabilité conserve sa fonction qui la relie à l'information financière mais qui ne la fait pas se dissoudre en elle, car elles sont hétérogènes l'une à l'autre.

En outre, et je voudrais finir par là où j'ai commencé, la sincérité ne peut être la qualité d'une chose, elle ne peut être que la qualité d'une personne, lorsqu'elle fait une chose, notamment lorsqu'elle dit un discours, qu'il prenne la forme de chiffres (comptabilité) ou de lettres (annexes). Cette sincérité doit être normée en amont par les régulateurs de la profession, celle des experts-comptables et des commissaires aux comptes, et doit être éprouvée en aval par ces mêmes structures ordinales, notamment à travers des actions disciplinaires. Ce critère subjectif essentiel justifie qu'il s'agisse de professions libérales.

Applaudissements.

Monsieur Yves GÉRARD

Merci beaucoup pour vos propos vraiment très intéressants, à la fois sur la notion de sincérité, mais également sur la notion de norme. J'ai beaucoup apprécié votre analyse du passage vers la comptabilité prédictive et je ne doute pas que cet après-midi, enfin pardon, en fin de matinée, vous aurez de nombreuses questions sur ce thème. Je cède la parole à Monsieur BONALD, pour la pause ? Sur l'organisation de la journée.

Monsieur Pierre BONALD

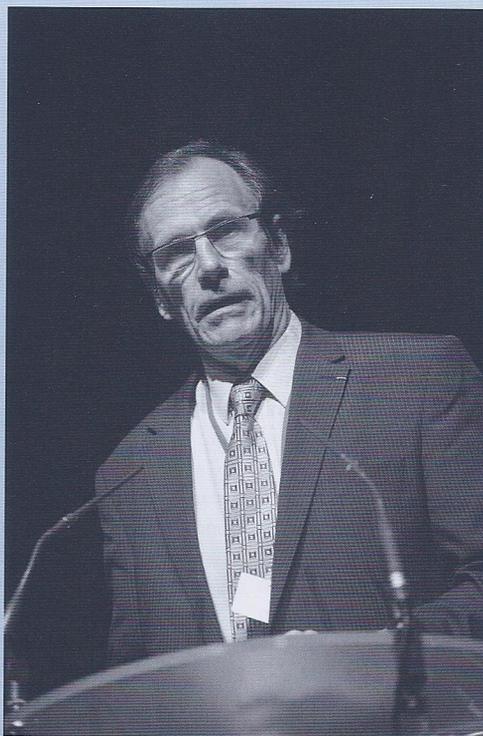
Bonjour à tous. J'ai vraiment de grands scrupules à prendre la parole après cet exposé, pour des choses purement matérielles. D'abord je vous souhaite la bienvenue à Toulouse, et vous remercie

de votre présence nombreuse. La qualité des interventions la justifie pleinement. On est toujours pris par le temps dans les congrès et notamment celui-là où vraiment la qualité des interventions fait qu'il faut qu'on se réunisse souvent dans cette salle. Nous allons faire un quart d'heure de pause, puis nous reviendrons dans cette salle jusqu'à 13 heures. Cet après-midi, nous reprendrons les travaux à 14 h 30 avec la table ronde présidée par Pierre LOEPER. Je vous remercie.

Applaudissements.

Monsieur Yves GÉRARD

Je vais céder maintenant la parole à Monsieur CHARRIER, qui nous parlera de l'élaboration de l'information financière. Merci.



Monsieur Pierre BONALD
Président de la section Toulouse – Agen de la Compagnie nationale des experts-comptables de justice
Commissaire général du 51^{ème} Congrès national