

# Sécurité financière, contrôle des marchés et gouvernement d'entreprise : une comparaison internationale

**Cet article veut contribuer à une meilleure compréhension des récentes évolutions en matière de contrôle des marchés financiers, de protection des investisseurs et de gouvernement des entreprises, en prenant en compte les mesures les plus significatives des solutions élaborées, ou en cours d'élaboration, au sein de l'Union européenne et aux États-Unis.**



Fabio Perata  
Internal Audit Manager  
Banca Carige

■ Les scandales américains Enron et Worldcom, et ceux européens tels que Vivendi, Cirio et Parmalat, ne sont que les exemples les plus éclatants et connus des crises sociétaires qui se sont multipliées au cours des dernières années. Celles-ci ont par ailleurs mis en évidence l'insuffisance des règles nationales visant à assurer des niveaux adéquats de transparence et de

contrôle sur des entités opérant à large échelle dans un système financier international de plus en plus complexe, et souvent à l'abri de l'action des autorités de contrôle de leur pays d'origine.

Les difficultés conjoncturelles, bien qu'indéniables<sup>1</sup>, n'ont été que le détonateur d'une crise bien plus profonde, dont les racines sont à rechercher dans les fai-

blesse structurelles des systèmes de contrôle interne et externe des sociétés.

Par conséquent, les solutions à cette crise devront, elles aussi, être élaborées dans un cadre qui aille au-delà du simple cadre national, en confrontant les mesures adoptées par chaque pays, ou entité supranationale, en réponse à ces événements.

## 1. La réponse américaine: le "Sarbanes-Oxley Act"

En juillet 2002, avec une grande célérité par rapport aux scandales Enron et Worldcom, le Congrès américain approuvait une importante réforme du droit des sociétés, connue comme "Sarbanes-Oxley Act of 2002" (SOX). Cette loi vise à accroître sensiblement la qualité de l'information financière et la responsabilité des administrateurs et dirigeants d'entreprise, par une série de mesures qui peuvent être regroupées en quelques grandes catégories :

- gouvernement des entreprises; le renforcement des conseillers d'administration indépendants et du comité d'audit; une réglementation plus stricte en matière d'opérations sur titres de la part des administrateurs et dirigeants, et l'interdiction de prêts en leur faveur; un alourdissement sensible des sanctions civiles et pénales pour les cas de fraude;
- information sociétaire: la certification personnelle des comptes par le P-DG et le directeur financier; une clô-

ture plus rapide des comptes; la fourniture d'informations complémentaires à la *Securities and Exchange Commission* (SEC);

- contrôle légal des comptes: l'introduction d'un organisme de contrôle semi-public des commissaires aux comptes, le *Public Company Accounting Oversight Board* (PCOAB); l'introduction de règles visant à assurer l'indépendance des commissaires aux comptes;
- autres mesures: en particulier, une nouvelle réglementation en matière de conflits d'intérêt entre analystes financiers et banques d'affaires.

La SOX s'applique à toutes les sociétés, américaines ou non, dont les titres sont cotés aux États-Unis, et se présente donc comme une loi de portée extraterritoriale, reflet de la vocation internationale des marchés financiers américains et de la réglementation annexe. Elle vise à renforcer aussi bien les systèmes de gestion et de contrôle

des entreprises que les aspects concernant l'information aux marchés, tout en laissant inchangée la structure de fond du système de règles et de contrôles des marchés financiers, et plus généralement des mécanismes de protection des investisseurs.

Néanmoins, la SOX représente une innovation majeure dans le cadre juridique américain, dans la mesure où elle crée une étroite interconnexion entre les mécanismes internes de gouvernement des sociétés, domaine traditionnellement réservé aux *corporate laws* de chacun des États fédérés, et les règles portant sur la transparence et l'intégrité des marchés, chasse gardée des *securities laws* définies au niveau fédéral.

La SOX a donc mis en évidence la nécessité de parvenir à une plus forte intégration entre les contrôles portant sur le gouvernement interne des entreprises et ceux concernant le fonctionne-

ment des marchés, ces deux aspects étant désormais indissociables au stade actuel de développement du capitalisme moderne. Cette exigence n'est pas,

d'ailleurs, propre aux seuls États-Unis, puisque tous les projets de réforme du système des contrôles déjà mis en place ou en cours d'élaboration en Europe

reprennent cette philosophie de base, dans le but d'éradiquer toutes les causes de fond qui sont à l'origine des dernières crises sociétales.

## 2. Le modèle français

Le 1<sup>er</sup> août 2003 le Parlement français a promulgué la loi de Sécurité financière (LSF), qu'on peut considérer comme une loi de réforme globale des mécanismes de fonctionnement et de contrôle des marchés financiers, ainsi que des activités annexes d'intermédiation et de placement des produits financiers.

Nous développerons ici les seuls aspects de la LSF qui touchent de plus près les nouvelles exigences de renforcement des contrôles des marchés et des sociétés.

### 2.1. La nouvelle Autorité des marchés financiers

L'Autorité des marchés financiers (AMF) est née le 24 novembre 2003 de la fusion de trois autorités déjà existantes : le Conseil des marchés financiers (CMF), la Commission des opérations de bourse (COB) et le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF).

L'AMF bénéficie d'un statut novateur, par rapport aux autorités qui l'ont précédée, conjuguant les prérogatives de puissance publique (pouvoirs de décision, injonction, investigation et sanction) avec l'autonomie qui découle de sa personnalité morale, de son autonomie financière et de son indépendance par rapport aux autres pouvoirs publics.

L'efficacité de l'action de l'AMF a été sensiblement améliorée par le renforcement de ses pouvoirs d'investigation et de sanction, ainsi que par une meilleure intégration de sa procédure d'infraction avec l'activité de la magistrature ordinaire pour les cas ayant des conséquences pénales.

L'ensemble des procédures d'investigation-sanction de l'AMF se rapproche ainsi de plus en plus du modèle américain de la SEC. Des différences significatives subsistent encore en ce qui concerne les sanctions applicables, qui sont en moyenne largement inférieures à celles constatées aux États-Unis, vu l'impossibilité pour l'AMF de conclure des transactions qui soient en relation avec la taille réelle des entreprises impliquées.

### 2.2. La réforme du contrôle légal des comptes

**Le Haut conseil du commissariat aux comptes.** Avec la mise en place de cette institution en novembre 2003, la France s'est dotée d'un modèle de gouvernement de la profession des commissaires aux comptes qui compte beaucoup de similitudes avec celui des États-Unis, tout en prenant en compte les évolutions futures du droit communautaire en la matière<sup>2</sup>.

Toutefois, certaines caractéristiques de fonctionnement du Haut conseil peuvent se traduire en de réelles faiblesses réduisant l'efficacité de l'action de cet organisme.

On remarque en particulier le choix de rattacher le Haut conseil au ministère de la Justice, dont il dépend entièrement sur le plan financier, et sur lequel il pourra difficilement s'appuyer en termes de compétences spécialisées.

Cependant, le législateur a relevé ces faiblesses et a élaboré des propositions qui devraient reconduire à terme le Haut conseil au sein de l'AMF, rapprochant ainsi davantage le modèle français du modèle américain, où le PCOAB (cf. § 1) est assujéti au contrôle direct de la SEC, qui en désigne également les dirigeants.

**Le renforcement du rôle et de l'indépendance des commissaires aux comptes.** Parmi les mesures visant à renforcer le rôle et l'indépendance des commissaires aux comptes, on peut certainement relever une plus nette séparation entre les activités d'audit et de conseil, ainsi que l'obligation d'une rotation des mandats de commissariat aux comptes tous les six ans.

Toutefois, les incompatibilités entre l'audit et le conseil sont définies avec des modalités très différentes dans le modèle américain et le modèle français. En fait, si le premier fournit une liste précise des activités interdites<sup>3</sup>, le deuxième renvoie à des dispositions ultérieures de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) pour définir exacte-

ment le périmètre effectif de ces incompatibilités.

Dans les deux cas, l'interdiction s'étend au réseau national et international du commissaire aux comptes, mais elle ne s'applique pas si les prestations d'audit et de conseil sont fournies séparément à la société mère et à une autre société du même groupe.

Cette limitation au principe des incompatibilités n'est pas sans susciter quelques perplexités quand on connaît le poids que certaines filiales opérationnelles ont dans le bilan consolidé de nombreux groupes internationaux.

La LSF a cherché à renforcer le rôle des commissaires aux comptes en leur attribuant également des missions nouvelles, dont la plus importante est certainement l'émission d'observations spécifiques sur le rapport que le président du conseil d'administration ou de surveillance doit produire annuellement à propos du système de contrôle interne de l'entreprise (cf. § 2.3).

Néanmoins, une interprétation récente de la CNCC, inspirée directement par le Haut conseil a, dans les faits, circonscrit la portée réelle de cette mesure, en limitant l'œuvre de supervision des commissaires aux comptes à la vérification de la sincérité des informations qui figurent dans ce rapport, plutôt qu'à l'examen des procédures de contrôle interne en tant que telles.

### 2.3. Le renforcement des systèmes de gouvernement et de contrôle des entreprises

**Une nouvelle définition du périmètre de consolidation.** L'une des difficultés majeures concernant le contrôle des groupes de sociétés, ainsi que le cas Enron l'a dramatiquement mis en évidence, consiste dans la possibilité que les activités les plus risquées soient "artificieusement" éliminées du périmètre de consolidation du groupe par le biais de montages financiers *ad hoc* construits autour de sociétés véhicules.

La LSF a essayé de remédier à cette

situation en modifiant les critères de base pour la définition du périmètre de consolidation, supprimant la détention du capital comme condition exclusive pour la consolidation et la remplaçant par la possibilité d'exercer une influence dominante.

Les limites de ce nouveau dispositif de contrôle sont plutôt à rechercher dans leur caractère intrinsèque de règles exclusivement nationales, et donc a priori peu efficaces pour accroître la transparence des flux financiers transitant par des "special purpose vehicles" résidents en des pays offshore, même si inclus dans le périmètre de consolidation.

Seul un plan d'action à l'échelle de l'Union européenne dans le cadre des institutions internationales les plus représentatives à cet égard, telles que l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE) et le *Financial Action Task Force on Money Laundering*, (FATF) <sup>4</sup> aurait quelques chances de produire des solutions concrètes dans ce domaine.

**Les nouvelles obligations des dirigeants.** L'article 117 de la LSF a introduit l'obligation pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance d'une société anonyme de rendre compte, dans un rapport joint aux comptes annuels, des procédures de contrôle interne mises en place par la société. Le champ d'application de ce rapport est, a priori, bien plus large que celui prévu par la SOX, qui ne concerne que les procédures de contrôle directement liées à la production de l'information financière et s'applique exclusivement aux sociétés cotées.

Toutefois, c'est justement l'hétérogénéité de sujets et de contenus inclus dans le rapport sur le contrôle interne qui a soulevé beaucoup de questions lors de son application, suscitant des comportements très différenciés de la part des entreprises, comme l'ont clairement mis en évidence des études publiées en 2004 par les cabinets d'audit Deloitte et Mazars & Guérard.

Le problème majeur qui ressort de ces études consiste dans l'absence, pour une large majorité des rapports examinés, d'un niveau de détail satisfaisant concernant les risques encourus par les sociétés, et les procédures organisationnelles mises en place pour y faire face.

Une autre obligation importante imposée par la LSF (art. 122) aux dirigeants des sociétés faisant appel public à l'épargne porte sur la communication de toutes les transactions réalisées sur les titres de la société par les dirigeants et par les personnes ayant avec ceux-ci des "liens personnels étroits".

Dans les faits, cette disposition a déjà été dépassée par les décrets d'application de la directive européenne sur les abus de marché (cf. § 3.3), qui prévoit une notion beaucoup plus large des "dirigeants", initialement circonscrite par la LSF aux seuls membres du conseil ou du directoire et au directeur général ou gérant.

**Les nouveaux droits des actionnaires.** La LSF a accordé aux associations d'investisseurs un droit général d'agir en justice pour la défense des intérêts individuels des investisseurs, ce droit s'appliquant auparavant aux seules associations agréées, ce qui excluait les associations d'actionnaires de sociétés cotées.

Toutes ces dispositions n'ont, à ce jour, reçu aucune réelle application, entre autres à cause du retard de parution du décret d'application.

En effet, le système juridique français ne prévoit pas certains instruments opérationnels fondamentaux pour traduire en actions concrètes les droits des investisseurs individuels, comme la possibilité d'avance des frais légaux par les avocats (commune aux États-Unis) et l'existence de procédures et de moyens d'investigation adéquats pour les parties civiles.

Mais d'autres obstacles, encore plus importants, sont à rechercher dans les limites d'exercice de l'action en responsabilité des dirigeants de l'entreprise, qui peut être de deux types :

- l'action individuelle "en réparation du préjudice subi personnellement";
- l'action sociale *ut singuli*, exercée par l'actionnaire individuel mais au nom et pour le compte de la société.

Dans le premier type, le principal obstacle réside dans la nécessité de prouver que le préjudice est direct, certain et personnel, c'est-à-dire distinct de celui de la société. Or, une jurisprudence bien consolidée de la Cour de cassation a définitivement exclu la possibilité d'agir sur le fondement de la perte de valeur des actions, celle-ci ne constituant pas un préjudice personnel distinct du préjudice social.

Pour ce qui concerne l'action du second type, elle peut être considérée comme purement théorique, du moment que les frais devraient être supportés exclusivement par celui ou ceux qui engagent la procédure, alors que les dommages et intérêts seraient, le cas échéant, versés à la société.

### 3. L'évolution du droit communautaire

Les évolutions les plus récentes du droit communautaire en matière de tutelle des investisseurs et de discipline des marchés financiers sont les suivantes :

- révision de la directive 85.611.CEE ("UCITS I") du 20 décembre 1985 sur la discipline des OPCVM, par le biais des directives 2001.107.CE (la "directive Gestion") et 2001.108.CE (la "directive Produits"), entrées en vigueur le 13 février 2004;
- la directive 2003.71.CE du 4 novembre 2003, concernant l'introduction d'un prospectus d'information simplifié pour les offres de valeurs mobilières, valable dans tous les États de l'Union (le "passport unique des émetteurs");

autant d'étapes importantes dans le processus de création d'un marché unique des services financiers avant la fin de l'année 2005, dans le cadre de l'ambitieux plan d'action élaboré au mois d'avril 2004 par le Conseil européen de Lisbonne.

- la directive 2003.06.CE sur les abus de marché;
- révision de la directive 93.22.CEE sur les services d'investissement par la directive 2004.39.CE relative aux marchés des instruments financiers ("MiFID – *Markets in Financial Instruments Directive*").

Toutes ces directives représentent

Dans les paragraphes suivants sont examinés les aspects les plus significatifs de chacune d'entre elles.

**3.1. La révision de la directive 85/611/CEE**

La directive Gestion a harmonisé la discipline des sociétés de gestion des

OPCVM, en fixant des règles communes sur les conditions d'accès et d'exercice de l'activité en milieu communautaire.

Ce processus d'harmonisation va permettre aux sociétés de gestion résidentes dans l'un des États membres d'opérer dans tous les autres pays de l'Union en régime d'établissement ou de libre prestation de services avec la seule autorisation du pays d'origine.

La directive Produits, après avoir élargi les limites d'investissement des OPCVM, vise à introduire dans le cadre juridique européen, avant le 30 juin 2005, le prospectus simplifié des OPCVM. Celui-ci a pour but d'apporter au public des investisseurs les informations les plus importantes, surtout en matière de coûts et de risques, dans un langage le moins technique possible.

L'une des innovations majeures introduites avec le prospectus simplifié réside sans aucun doute dans la transparence accrue requise pour la présentation des frais des OPCVM, avec notamment la mise en place d'un ratio intitulé "Total des frais sur encours" (TFE) qui devra, à terme, remplacer la notion de frais de gestion, jugée trop approximative par l'AMF.

D'autres améliorations significatives concernent les modalités de représentation des risques des placements, qui sont élargies et adaptées au style de gestion et doivent couvrir de manière plus précise l'utilisation d'instruments dérivés.

### 3.2. La directive 2003/71/CE

#### ("Le passeport des émetteurs")

Dans des cas comme ceux de Cirio et Parmalat, les règlements nationaux en matière d'information obligatoire sur les risques liés à la souscription de titres obligataires ont été facilement contournés par une simple technique. Celle-ci consistait à utiliser comme émetteur des titres une société écran située dans un pays étranger (le Luxembourg en l'occurrence), en réservant leur souscription à des investisseurs institutionnels.

La directive 2003/71/CE, dont la transposition dans chaque État membre est prévue avant le 1<sup>er</sup> juillet 2005, vise justement à pallier les faiblesses du système de contrôle des émissions obligataires, et à consolider la protection globale des investisseurs européens, par la garantie que tous les documents de référence, quel que soit le pays d'origine de l'émission, fournissent une information

claire, complète et homogène d'un point de vue qualitatif.

On parle de "passeport" unique pour les émetteurs, dans la mesure où la validation du document de référence par l'autorité de contrôle du pays d'origine de l'émission rendra possible le placement des titres dans l'ensemble des pays de l'Union.

La publication de ce document de référence est obligatoire dans tous les cas d'une offre au public des valeurs mobilières, ou de cotation sur un marché réglementé, avec un certain nombre d'exceptions, concernant notamment certaines catégories de titres (en général, les titres émis par des organismes publics), ou certaines typologies d'émissions (notamment celles réservées aux seuls investisseurs qualifiés, et pourvu que les titres ne fassent pas l'objet d'un nouveau placement auprès d'investisseurs individuels).

### 3.3. La directive 2003/06/CE sur les abus de marché

La directive sur les abus de marché, dont le terme pour la transposition dans les législations nationales des États membres venait à échéance le 12 octobre 2004, établit un cadre général de référence pour la discipline des pratiques et des comportements qui pourraient sous-entendre des délits d'initié ou des manipulations des marchés.

Le cœur de cette directive est représenté par une série de dispositions visant à interdire que les acteurs de marché, et en particulier les dirigeants des sociétés émettrices et leurs proches, utilisent des informations privilégiées pour en tirer un profit personnel, et ce au détriment des autres intervenants sur le marché.

L'efficacité réelle de la directive sur l'abus de marché dépend bien entendu des modalités opérationnelles que les États membres ont adoptées pour sa transposition. Toutefois, elle constitue en soi un progrès indiscutable en ce qui concerne la transparence et le fonctionnement des marchés financiers.

À ce propos, sont particulièrement significatives les dispositions qui élargissent la sphère des potentiels "initiés" à tous ceux qui sont entrés en possession de renseignements confidentiels, ainsi que la tentative d'introduire une réglementation du travail des analystes financiers.

Un autre aspect très sensible mis en évidence par la directive, c'est bien sûr la nécessité d'une coopération entre les autorités de marché des différents pays, celle-ci étant une condition préalable indispensable pour faire face à des opérations spéculatives sur des titres cotés sur plusieurs marchés européens, ou relatifs à des sociétés multinationales présentes dans plusieurs pays de l'Union.

En France, la mise en place de la directive est effective depuis l'arrêté ministériel du 12 novembre 2004. Les dispositions correspondantes figurent dans le livre VI du règlement de l'AMF, où sont également détaillés les critères retenus par l'Autorité pour évaluer l'admissibilité d'une pratique de marché.

### 3.4. La directive 2004/39/CE («MiFID»)

Cette directive, approuvée par le Parlement européen le 21 avril 2004, et dont la transposition dans les systèmes juridiques des États membres devra avoir lieu avant le 30 avril 2006<sup>5</sup>, modifie la directive 93/22/CEE sur les services financiers du 10 mai 1993, afin de prendre en compte l'évolution extraordinaire qu'ont connue les marchés financiers européens de 1993 jusqu'à présent.

L'un des points marquants de la directive consiste dans l'abrogation de la concentration des échanges au sein des marchés réglementés, ce qui va permettre de conclure des transactions sur des instruments financiers dans des circuits parallèles, tels que les systèmes multilatéraux de négociation (connus comme MTF ou *Multilateral Trading Facilities*), les courtiers ou les sociétés de gestion.

Si d'un côté la fragmentation des échanges vise à élargir la palette de canaux disponibles pour les investisseurs individuels, dans le cadre d'une simplification généralisée du rapport intermédiaire-investisseur, de l'autre côté elle comporte aussi un risque potentiel d'affaiblissement des différents mécanismes de tutelle des investisseurs.

Afin d'atténuer ce risque, le législateur européen a introduit une discipline plus contraignante en matière de *best execution*, qui ne sera plus déterminée simplement en termes de "meilleur prix" mais, plus en général, en termes de "meilleures conditions", représentées par une combinaison de coûts, de rapidité et de probabilité d'exécution, à évaluer par rapport aux exigences spécifiques de l'investisseur.

Vu que, dans la pratique, la fragmentation des échanges rendra difficile la vérification de la conformité à ces règles, la transparence et les modalités

d'organisation de tout le processus de collecte, élaboration, transmission et exécution des ordres seront les éléments-clés du nouveau dispositif de contrôle,

dans le cadre d'une obligation de moyens laissée sous la responsabilité des intermédiaires.

## 4. Le projet italien de réforme de la tutelle de l'épargne

Pendant la rédaction de cet article le parlement italien était encore en train de débattre autour du projet de loi sur la réforme des mécanismes de tutelle de l'épargne (mieux connu sous le nom de "*Ddl Risparmio*"). La structure définitive de ce projet n'est donc pas encore tout à fait connue, mais il s'agit globalement d'une réforme a priori très ambitieuse, visant à apporter une réponse globale aux différentes faiblesses du système de contrôle interne et externe des entreprises, qui ont été mises en évidence par les cas Cirio et Parmalat.

Beaucoup de mesures, parmi celles à l'étude, peuvent être regroupées en des catégories tout à fait similaires à celles déjà examinées dans le cadre de la SOX et de la LSF :

- gouvernement des entreprises: renforcement du rôle des conseillers indépendants et des représentants des minoritaires au sein des conseils d'administration, limitation du crédit en faveur des entreprises qui détiennent des participations dans le capital des banques créditrices;
- information sociétaria: durcissement des sanctions administratives et pénales dans les cas de faux en bilan et fausses communications aux marchés, davantage de transparence à l'égard des sociétés offshore;
- contrôle légal des comptes: une plus nette séparation entre les activités d'audit et de conseil et le renforcement des

pouvoirs de contrôle sur les commissaires aux comptes.

À ces mesures se rajoutent les dispositions incluses dans la directive sur les abus de marché, approuvées séparément par le Parlement italien le 13 avril 2005, qui ont conduit également à un sensible renforcement des structures et des pouvoirs d'investigation et de sanction de la Consob, l'autorité de marché italienne.

Le fait que le projet de réforme sur l'épargne soit encore en discussion au Parlement italien plus d'un an après le début de l'affaire Parmalat témoigne de la grande difficulté de parvenir à une solution globale acceptable par les différentes institutions impliquées.

Paradoxalement, le processus d'élaboration du nouveau texte de loi a été ralenti principalement par l'excès d'ambition qui l'a accompagné, poussé par des exigences réformatrices extrêmement hétérogènes et qui, sous plusieurs aspects, n'ont que des retombées très indirectes sur l'objectif fondamental de consolider les mécanismes de tutelle des épargnants.

Tel a été le cas, en particulier, du projet de réforme du statut et des pouvoirs de la Banque d'Italie, qui prévoyait l'introduction d'une limite temporelle au mandat du Gouverneur et le transfert de certains pouvoirs de vigilance à d'autres autorités. Celui-ci a donné lieu à d'interminables querelles

d'ordre politique, pour aboutir enfin à la décision d'exclure ce chapitre du projet général.

Les expériences internationales les plus efficaces dans une matière aussi vaste et complexe sont celles qui ont pu bénéficier d'une plus grande focalisation en termes d'objectifs et qui ont pu compter sur un *corpus* de mesures d'application claires et cohérentes avec l'ensemble des règles et des pratiques déjà existantes, supportées par des ressources humaines, technologiques et financières adéquates, et par un système de sanctions crédible et dissuasif.

À ce propos, l'efficacité des sanctions ne dépend pas que du "*quantum*" mais aussi de leur typologie et des modalités d'application. Sur le plan de la dissuasion, ce sont les sanctions d'interdiction (d'une charge ou de l'activité professionnelle) qui peuvent s'avérer particulièrement efficaces, puisqu'elles frappent directement les intérêts individuels, de manière temporaire ou, dans les cas les plus graves, permanente.

Il est donc souhaitable que l'approbation du "*Ddl Risparmio*" ne se réduise pas à une simple réédition, revue uniquement d'un point de vue formel, de vieux schémas de discipline des sociétés et des marchés, sans aucune réelle possibilité d'affecter des pratiques et des comportements consolidés depuis trop longtemps. ●

1. Dans les seules années 2002-2003, ont fait faillite en Europe 49 émetteurs d'obligations sociétaires, pour un montant de 53 mld d'euros, à comparer aux 69 faillites, pour un montant de 22 mld d'euros, dans toute la période 1985-2001 (source: Moody's).  
 2. La Commission européenne vise à renforcer le contrôle légal des comptes dans l'UE à travers la modification des directives sur les comptes sociaux et consolidés, la 78/660/CEE et la 83/349/CEE.  
 3. Les activités en question, énumérées dans la section 201, reprennent et élargissent les interdictions déjà promulguées en précedence par la SEC.  
 4. Organisme intergouvernemental qui définit les règles, développe et assure la promotion des politiques de lutte contre le blanchiment de l'argent sale et le financement du terrorisme.  
 5. Il convient de noter que l'échéance ultime pour la transposition de la directive sera très probablement repoussée d'un an, au 30 avril 2007.

### Bibliographie

- Alpa G., *La trasparenza delle operazioni bancarie e la tutela del risparmiatore*, juin 2004.  
 Anolli M., *Atti del convegno su "banche e mercati italiani nella prospettiva internazionale"*, mars 2004.  
 Banfi A., Calzolari M., Chiappetta F., Ferrarini G., Hamauil R., Makula G., Verzelli G., *La concentrazione sul mercato degli scambi di azioni*, mai 2000.  
 Brivio E., *Governance, le proposte della UE*, Il Sole 24 Ore, 28 octobre 2004.  
 Cervone E., *L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale*, octobre 2004.  
 Code monétaire et financier, Livres IV, V, juillet 2004  
 Consob, *Documento di consultazione relativo alle modifiche del Regolamento Consob 14/5/1999 n. 11971*, juin 2004.  
 Ernst & Young Audit, *An Overview of the Sarbanes-Oxley Act*, septembre 2002  
 FindLaw, *The Sarbanes-Oxley Act*, septembre 2002.

- Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, avril et décembre 2003.  
 Lander G.P., *What is Sarbanes-Oxley ?*, éditions McGraw-Hill, 2004.  
 Larouche L.H., *Verso una nuova Bretton Woods: un progetto per uscire dalla crisi finanziaria internazionale*, septembre 2001.  
 Marini P., *Rapport d'information au Sénat sur l'application de la LSF*, juillet 2004.  
 Masciandaro D., Porta A., *Una vigilanza in cerca di identità*, Il Sole 24 Ore, novembre 2004.  
 Negri G., *Prospetto anche per i bond esteri*, Il Sole 24 Ore, octobre 2004.  
 Onado M., *Consob, non è che un inizio*, Il Sole 24 Ore, décembre 2004.  
 Picchio N., Bufacchi I., *Tutela del risparmio, la strategia del Tesoro*, Il Sole 24 Ore, octobre 2004.  
 Règlement AMF, Livres 1<sup>er</sup>, II, III, VI, novembre 2004.