



**HAL**  
open science

## Informations privilégiées et qualité de l'information financière dans une société en difficulté

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. Informations privilégiées et qualité de l'information financière dans une société en difficulté. Bulletin Joly Bourse, 2015, 7-8. <hal-01424952>

**HAL Id: hal-01424952**

**<https://hal.science/hal-01424952v1>**

Submitted on 2 May 2018

**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.



HAL Authorization

## Informations privilégiées et qualité de l'information financière dans une société en difficulté

Note : AMF sanct., 11 févr. 2015, Sté IC TELECOM et M. X.

Auteur : Thierry Granier, professeur à Aix-Marseille université, co-directeur du Centre de Droit Économique (EA 4224)

---

Issu de Bulletin Joly Bourse - n°07-08 - page 313 / Date de parution : 01/07/2015 - Réf : BJB janv. 2015, p. 313.

**Résumé :** Les informations privilégiées doivent être communiquées aux investisseurs le plus tôt possible et elles ne doivent pas être utilisées par leurs détenteurs qui n'ont pas la possibilité d'effectuer des opérations sur les titres de la société concernée, sauf motifs impérieux. Le manquement tiré de l'absence d'information du public du changement significatif d'une information privilégiée n'est constitué que si la démonstration de l'existence d'une telle information a été effectuée. La présentation optimiste de la situation financière de la société dans un communiqué alors que le dirigeant savait qu'elle était dégradée constitue un manquement à l'obligation de communiquer au public une information exacte, précise et sincère.

---

La décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) mérite attention car elle met en lumière des comportements fautifs en matière d'information financière que sont tentées d'adopter des sociétés en difficulté dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral organisé<sup>1</sup>.

La société en question est dirigée par l'associé unique d'une société holding qui la détient. Elle a intégré le marché Alternext le 28 mai 2010. À partir de cette entrée sur ce marché, elle a publié plusieurs documents à l'attention des actionnaires. En premier lieu, a été diffusé un prospectus annonçant l'attribution gratuite de bons de souscription d'actions à ses actionnaires et faisant part de l'engagement du dirigeant d'exercer les BSA détenus par sa holding personnelle, à trois échéances communiquées au marché : le 31 décembre 2010, le 30 juin 2011 et au terme de l'opération, soit le 24 novembre 2011. En deuxième lieu, un communiqué de presse reprenant les modalités de cette opération a également été publié le 19 mai 2010. En troisième lieu, dans un autre communiqué de presse du 27 septembre 2011, la société informe le marché de la modification temporaire des conditions d'exercice des bons

de souscription d'actions. En quatrième lieu, un communiqué de presse annonce au public l'annulation de l'opération d'exercice des bons de souscription d'actions. Puis, au cours de la même année 2011, la société a diffusé plusieurs communiqués de presse relatifs à des données financières présentées de manière optimiste.

Or, durant cette même année 2011, le dirigeant a cédé une partie de ses titres détenus par sa société holding, les cours des titres ont été suspendus à deux reprises et les commissaires aux comptes ont lancé deux procédures d'alerte. Au printemps 2012, la société a été déclarée en cessation des paiements, puis en liquidation durant l'été de la même année.

Dans ce contexte de difficulté financière, l'Autorité des marchés financiers a déclenché une enquête dans laquelle elle a été conduite à examiner la communication de la société afin de savoir si les actionnaires et les investisseurs avaient été informés de manière régulière. À l'issue de cette enquête, le dossier a été transmis à la commission des sanctions qui a statué sur divers manquements en la matière. Certains de ces manquements portaient sur le traitement de l'information privilégiée (I), tandis que d'autres étaient relatifs à la qualité de l'information financière fournie (II).

## I – Manquement relatif au traitement de l'information privilégiée

Il faut rappeler que les informations dites « privilégiées », qui sont définies avec précision par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) doivent être maniées avec précaution par ceux qui les détiennent. Leur communication et leur utilisation sont ainsi enfermées dans des règles déterminées. En ce qui concerne la communication de ce type d'information tout d'abord, le règlement général de l'AMF prévoit que l'émetteur doit, dès que possible, les porter à la connaissance du public<sup>2</sup>, étant entendu que tout changement significatif de ces informations déjà divulguées doit être diffusé rapidement<sup>3</sup>. Ensuite, pour ce qui est de l'utilisation des informations privilégiées, là encore, le règlement général de l'AMF indique que les personnes qui les détiennent doivent s'abstenir de les utiliser lorsqu'elles procèdent à des opérations d'acquisition ou de cession, pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, d'instruments financiers auxquels se rapporte cette information<sup>4</sup>.

Le premier grief exprimé par la commission des sanctions dans cette affaire concernait un manquement de la société à l'obligation de communiquer au public dès que possible une information financière privilégiée relative aux difficultés financières de la société. Pour établir le manquement, il faut montrer que l'information concernée est privilégiée et qu'elle n'a pas été communiquée dès que possible. La tâche est facilitée par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF qui détermine les contours de la notion d'information privilégiée. Il s'agit

d'une « information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ».

En l'espèce, il est apparu que les éléments recueillis au cours de l'enquête étaient suffisamment précis. Les échanges entre le service financier et le dirigeant montraient que ce dernier connaissait le bilan négatif de l'activité commerciale de la société et que ces éléments n'avaient pas été rendus publics, puisque les communiqués durant cette période de dégradation ne contenaient pas de renseignements en ce sens. Quant au dernier critère relatif à l'influence de ces données sur le cours des instruments financiers de la société, il ne posait pas de difficultés car il paraissait logique que des investisseurs puissent être découragés par la connaissance de ces éléments négatifs sur la société, les cours des titres pouvant en souffrir en conséquence. Le constat de l'existence d'une information privilégiée effectué par l'autorité régulatrice dans cette décision n'était d'ailleurs pas véritablement contesté par les défendeurs. Il était, de plus, conforme à des précédents qui avaient considéré que des informations relatives à l'imminence d'une cessation de paiement<sup>5</sup>, une importante baisse du chiffre d'affaires<sup>6</sup>, une information révélant la fragilité de la situation financière de l'entreprise<sup>7</sup> ou à l'ouverture d'une procédure d'alerte<sup>8</sup> pouvaient entrer dans la catégorie des informations privilégiées.

Pour que le manquement soit constitué, il fallait que la communication de ces informations n'ait pas été effectuée « dès que possible », selon les termes utilisés par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Dans cette affaire, une telle démonstration a été relativement facile car il avait été prouvé que le dirigeant de la société poursuivie avait eu connaissance de l'information au plus tard le 1er juillet 2011 ; or, celle-ci n'a été portée à la connaissance que le 18 octobre 2011. L'écoulement d'une période de trois mois suffit à établir que la communication n'a pas été faite « dès que possible ». Ce point n'a pas entraîné de discussion.

Sur le fondement l'article 622-1 du règlement général de l'AMF<sup>9</sup>, il était également reproché au dirigeant d'avoir utilisé l'information privilégiée en accomplissant une opération sur les instruments financiers de la société. Précisément, il a cédé un certain nombre de ses titres sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext par l'intermédiaire de sa holding, alors qu'il détenait une information privilégiée relative aux difficultés financières de l'entreprise. Le dirigeant a indiqué pour sa défense qu'il n'avait cédé qu'une faible quantité de titres. Cet argument n'a pas été retenu par la commission des sanctions. En effet, à partir du moment où la personne qui détient une information privilégiée effectue une opération sur les instruments financiers qui s'y rapportent, cela implique qu'elle utilise cette information<sup>10</sup>. Le manquement est constitué même si l'intéressé n'a pas eu une intention délictueuse<sup>11</sup> ou spéculative<sup>12</sup>, il n'est même pas nécessaire qu'il y ait eu exploitation de l'information puisque

le texte vise une simple utilisation ; ainsi, la matérialité de l'opération est suffisante<sup>13</sup>. La personne mise en cause ne peut se dégager de sa responsabilité que si elle démontre qu'elle s'est trouvée dans l'impossibilité de faire autrement que de réaliser l'opération<sup>14</sup>. Une telle démonstration n'ayant pas été effectuée dans cette affaire, le manquement a été logiquement retenu.

Enfin, il a été reproché à la société en cause d'avoir manqué à son obligation d'informer rapidement le public du changement d'une information privilégiée relative à l'exercice des bons de souscription d'actions du dirigeant de la société. En effet, l'article 223-5 du règlement général de l'AMF énonce que tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué rapidement selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de leur diffusion initiale. Sur ce point, la commission des sanctions observe qu'il résulte des différentes pièces que si l'information relative à l'attribution gratuite de bons de souscription d'actions pouvait répondre au critère de l'information privilégiée, il n'en était pas de même de celle relative à l'intention du dirigeant d'exercer la totalité de ses bons de souscription d'actions. Concrètement, avant d'être rendue publique par le prospectus du 18 mai 2010, cette information n'était connue par personne, elle n'a donc pas pu faire l'objet d'un changement significatif ; l'article 223-5 n'est pas applicable et le grief n'a pas été retenu. En revanche, d'autres manquements relatifs à la qualité de l'information ont été constatés.

## II – Manquement relatif à la qualité de l'information financière des investisseurs

Le contenu de l'information diffusée par la société a également été mis en cause dans cette décision de la commission des sanctions. Le fondement qu'elle a utilisé est classique et il permet d'appréhender de nombreuses situations. Il s'agit de l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui prévoit que l'information donnée au public par l'émetteur doit « être exacte, précise et sincère ».

Deux communiqués de la société ont posé problème de ce point de vue. Le premier, en date du 12 août 2011, évoquant la situation générale de l'entreprise faisait état d'une progression du chiffre d'affaires et contenait des propos confiants pour le nouvel exercice alors que les services administratifs et financiers avaient indiqué dès le 1er juillet que les résultats étaient négatifs. Le dirigeant de la société a invoqué une modification des méthodes comptables pour expliquer les différences entre les chiffres communiqués au public et ceux transmis par ses services. Pour autant, ces derniers témoignaient d'une dégradation financière de la situation de la société qui n'a pas du tout été évoquée (bien au contraire) dans le communiqué. Les informations contenues dans ce dernier n'étaient donc pas exactes, précises et sincères. Le second communiqué concernait une opération particulière, celle de l'émission des bons de souscription d'actions dont il s'agissait de modifier les caractéristiques. Ce communiqué en date du 27 septembre 2011 faisait part de chiffres non alarmants et de commentaires

confiants alors que le lendemain, les commissaires aux comptes déclenchaient une procédure d'alerte<sup>15</sup>. Dans ces conditions, là encore, il est difficile de croire en la sincérité du communiqué qui contient, de plus, des informations imprécises et inexacts, dans la mesure où les données comptables étaient plus dégradées que ne laissait penser la présentation<sup>16</sup>. Ainsi, de la même manière, les informations se révélaient imprécises, inexacts et non sincères : le manquement était avéré, sans qu'une véritable discussion ne soit intervenue.

C'est également sans débats que la commission des sanctions a constaté un manquement à l'obligation de déclaration par le dirigeant d'opérations de cessions d'actions de la société qu'il détient de manière directe ou indirecte, posée dans l'article 223-22 du règlement général de l'AMF. La commission des sanctions a simplement établi que la société et le dirigeant étaient bien soumis à cette obligation car, d'une part, il entrait dans la liste ample des dirigeants visés, déterminée par l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier et, d'autre part, la transaction entrait bien dans le champ d'application du texte puisqu'elle avait été effectuée par une société dont le dirigeant était également dirigeant de la société dont les titres étaient en cause. Le manquement était constitué et il n'a pas été contesté par le défendeur.

#### NOTES DE BAS DE PAGE

1 – Les systèmes multilatéraux organisés sont définis par l'article 524-1 du règlement général de l'AMF. Leurs règles sont approuvées par le régulateur et leur fonctionnement est très proche de celui des marchés réglementés (application des règles relatives aux abus de marché et aux offres publiques obligatoires...). Les obligations relatives aux informations privilégiées doivent donc être respectées sur ce type de marché.

2 – Règl. gén. AMF, art. 223-2 : cette diffusion peut être cependant différée afin de ne pas porter atteinte à des intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur.

3 – Règl. gén. AMF, art. 223-5.

4 – Règl. gén. AMF, art. 622-1.

5 – AMF sanct. n° 2008-12, 28 févr. 2008.

6 – AMF sanct. n° 2010-03, 12 nov. 2009.

7 – AMF sanct. n° 2009-21, 5 mars 2009.

8 – AMF sanct. n° 2008-05, 25 oct. 2007 – Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65827 : BJB sept. 2010, p. 378, n° 49.

9 – Règl. gén. AMF, art. 622-1 : « Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers « ou les produits de base auxquels se rapporte cette information, au moyen de contrats commerciaux ou d'instruments financiers auxquels ces instruments ou ces contrats commerciaux sont liés ».

10 – CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, § 54 : BJB mars 2010, p. 92, n° 12, note S. Torck.

11 – AMF sanct. n° 2009-13, 11 déc. 2008.

12 – AMF sanct. n° 2007-12, 1er mars 2007 : BJB janv. 2008, p. 27, n° 3, note J.-M. Moulin.

13 – CA Paris, 30 mars 2010, n° 09/13348.

14 – AMF sanct. n° 2006-20, 1er juin 2006 : BJB nov. 2006, p. 764, n° 167, note F. Stasiak – AMF sanct. n° 2007-12, 1er mars 2007, préc.

15 – Il faut rappeler que cette procédure est mise en œuvre par les contrôleurs légaux s'ils estiment que la continuité de l'exploitation est en jeu.

16 – Dans le même sens v. par ex., AMF sanct. n° 2011-07, 31 mars 2011 : BJB sept. 2011, p. 480, n° 245, note T. Granier.