
EXAMEN FINAL

Droit de la régulation bancaire et financière (KFIN 2690)

Durée de l'épreuve : 4 h 00

Samedi 12 mai 2018 de 14 h 00 à 18 h 00

Aucun document n'est autorisé

Ne pas écrire au crayon à papier sur votre copie

Dictionnaire de langue autorisé

Nombre de pages y compris celle-ci (18 pages)

Les étudiants devront choisir de traiter le **sujet 1 (Dissertation)** ou le **sujet 2 (note de synthèse)**

Sujet 1 : Dissertation :

« La loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique » (loi dite « Sapin 2 »).

Veillez rédiger cette dissertation selon le plan de votre choix en 5 ou 6 pages au plus.

ou

Sujet 2 : Note de Synthèse :

Vous êtes Directeur Financier d'une société qui vient de s'introduire en bourse et le Directeur Général vous demande de rédiger une note de synthèse sur ce que sont désormais les obligations d'information permanente de la société, s'agissant de son niveau de profitabilité. En particulier, le Directeur Général vous demande si au regard du Règlement Général de l'AMF, il sera nécessaire de communiquer en cours d'exercice sur les résultats estimés, ceci avant arrêté et publication des comptes.

En vous appuyant sur la documentation à votre disposition et les conclusions qui peuvent être tirées de la décision de la Commission des sanctions de l'AMF dans l'affaire *Huis Clos*, vous répondez à cette question en trois ou quatre pages.

Textes à disposition

1. Décision de la Commission des Sanctions à l'égard de M. René Bertin, Président-Directeur Général de la Société Huis Clos en date du 2 avril 2015 (**annexe 1 = pages 3 à 10**)
2. Articles des Petites affiches du 1 avril 2015 : l'avertissement sur résultat dans le collimateur de l'AMF – Olivia Dufour (**annexe 2 = pages 11 à 12**)
3. Extrait de l'article de la Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF) n°1/2 – 2015 – Jurisprudences récentes relatives à l'information privilégiée dans les sociétés cotées : François Basdevant (p. 95 à 98). (**annexe 3 = pages 13 à 16**)
4. Extrait du rapport sur les avertissements sur résultat (profit warnings), publié en avril 2000. (**Annexe 4 = pages 17 à 18**)

[Précisions sur ledit rapport :

L'Autorité des marchés de l'époque, la COB, avait identifié parmi ses priorités, l'amélioration des règles applicables à l'information permanente et son Président avait confié à un groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, une réflexion sur la règle à suivre lorsqu'une entreprise constate que :

- *Le marché ne dispose pas de l'information nécessaire aux conditions réelles de son exploitation ;*
- *Le marché dispose d'une information jugée complète, mais il existe un décalage significatif entre l'interprétation du marché et celle de l'entreprise, soit en raison de causes exogènes, soit en raison de divergences dans l'analyse des données.*

Ce rapport a été à l'origine d'un certain nombre de recommandations dont celle relative à la nécessité de publier des profit warnings, objet de l'extrait reproduit dans le corpus.]

ANNEXE 1AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS**AMF****La Commission
des sanctions****DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS
À L'ÉGARD DE M. RENÉ BERTIN ET LA SOCIÉTÉ HUIS CLOS**

La 1^{ère} section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** ») ;

- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14 et L. 621-15 dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits, ainsi que ses articles R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 221-1, 223-2 et 621-1 ;
- Vu les notifications de griefs du 12 août 2014 adressées à M. René Bertin et la société Huis Clos par lettres recommandées avec demande d'avis de réception ;
- Vu la décision du 8 septembre 2014 du président de la Commission des sanctions désignant M. Miriasi Thouch, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 12 septembre 2014, informant les mis en cause de la désignation de M. Miriasi Thouch en qualité de rapporteur et leur rappelant la faculté d'être entendus à leur demande, conformément au I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier ;
- Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 17 septembre 2014 rappelant aux mis en cause la faculté de demander la récusation du rapporteur, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, dans le délai d'un mois ;
- Vu le courriel de Me Frank Martin Laprade, conseil des mis en cause, sollicitant une prorogation du délai jusqu'au 21 octobre 2014 pour présenter ses observations en réponse aux notifications de griefs et la réponse du rapporteur par lettre du 2 octobre 2014 ;
- Vu les observations en réponse aux notifications de griefs présentées par le conseil des mis en cause le 21 octobre 2014 ;
- Vu les procès-verbaux d'audition du 15 décembre 2014 de la société Huis Clos représentée par M. René Bertin et de M. René Bertin à titre personnel ;
- Vu le rapport de M. Miriasi Thouch en date du 28 janvier 2015 ;
- Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception adressées aux mis en cause le 29 janvier 2015 portant convocation à la séance de la Commission des sanctions du 20 mars 2015, auxquelles était annexé le rapport du rapporteur ;
- Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 16 février 2015, informant les mis en cause de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance et de leur faculté de demander la récusation de l'un ou plusieurs des membres de ladite commission ;

- Vu les observations en réponse au rapport du rapporteur adressées par courriel le 18 février 2015 et par porteur le 19 février 2015 ;
- Vu la lettre du conseil des mis en cause adressée au rapporteur par courriel du 19 février 2015, accompagnée d'une pièce complémentaire ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 16 mars 2015 convoquant la SCP BTSG, liquidateur de la société Huis Clos, à la séance de la Commission des sanctions du 20 mars 2015, en application du II de l'article R. 621-40 du code monétaire et financier ;
- Vu le courriel du 19 mars 2015 de Mme Carole Lopez pour Me Marc Sénéchal de la SCP BTSG ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 20 mars 2015 :

- M. Miriasi Thouch en son rapport ;
- Mme Maëlle Foerster, représentante du directeur général du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. Benjamin Mauduit, représentant le Collège de l'AMF ;
- Me Frank Martin Laprade, conseil de la société Huis Clos et de M. René Bertin ;
- M. René Bertin, président-directeur général de la société Huis Clos ;

Les mis en cause ayant eu la parole en dernier.

I. FAITS ET PROCÉDURE

Créée en 1990 par M. René Bertin, la société Huis Clos (ci-après « **Huis Clos** »), société anonyme de droit français, était spécialisée dans la rénovation de l'habitat individuel et, plus précisément, la fabrication, la commercialisation et l'installation de fermetures sur mesures, de systèmes de chauffage et d'isolation.

Les titres de la société étaient admis aux négociations sur le compartiment C de Nyse Euronext Paris.

Le capital de la société était détenu à hauteur de 85% par la société par actions simplifiée BG2P à la suite d'une offre publique d'achat lancée par elle en 2009 et financée par la souscription auprès d'un pool bancaire, d'un crédit d'environ 21 millions d'euros. BG2P SAS était, elle-même, contrôlée par la famille Bertin.

M. René Bertin, tout en restant président-directeur général de Huis Clos, a confié entre 2009 et 2012 la direction opérationnelle du groupe à un directeur général et un directeur financier avant de reprendre ses fonctions opérationnelles début 2013.

Après avoir connu une progression de son chiffre d'affaires en 2008 et en 2009, la société Huis Clos et ses filiales ont vu leur activité, essentiellement tournée vers les clients particuliers (environ 93% de leur chiffre d'affaires), décroître en 2010 et 2011, en raison, selon la direction, de l'arrêt depuis le 1^{er} janvier 2010 des politiques d'incitation fiscale en matière d'équipement de l'habitat. Les difficultés financières rencontrées par ces sociétés en 2012 les ont conduites à solliciter l'ouverture d'une procédure de mandat *ad hoc* pour être assistées dans leurs discussions avec les créanciers bancaires et sécuriser l'ensemble des crédits, en ce compris ceux dont bénéficiait Huis Clos pour ses besoins courants de trésorerie. La procédure de mandat *ad hoc* a été ouverte le 5 juillet 2012, suivie d'une procédure de conciliation ouverte le 8 novembre 2012 et terminée le 6 décembre 2012 par ordonnance du président du Tribunal de commerce de Rouen constatant le protocole de conciliation conclu le 26 novembre 2012.

Les mauvais résultats de la société enregistrés sur les premiers mois de l'exercice 2013 l'ont conduite à déposer une déclaration de cessation des paiements le 17 mai 2013, aux termes de laquelle la société faisait état, pour

l'exercice 2012, d'un chiffre d'affaires hors taxes de 140,9 millions d'euros, et d'une perte de 5,8 millions d'euros. Par jugement du Tribunal de commerce de Rouen du 22 mai 2013, la société a été placée en redressement judiciaire. Par jugement du même Tribunal, le redressement judiciaire a été converti en liquidation judiciaire le 17 octobre 2013. Seule la société du groupe dénommée Isoplas a fait l'objet d'une procédure distincte de cession.

A compter du 17 mai 2013, la cotation des titres Huis Clos a été suspendue, à la demande de la société.

En application de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, le secrétaire général de l'AMF a décidé, le 4 juillet 2013, d'ouvrir une enquête sur l'information financière et le marché du titre de la société Huis Clos, à compter du 1^{er} janvier 2012.

Au terme de l'enquête diligentée par la Direction des enquêtes et des contrôles, des lettres circonstanciées ont été adressées le 31 mars 2014 à Huis Clos ainsi qu'à son président-directeur général M. René Bertin, leur faisant part de l'analyse retenue sur les principaux éléments de fait et de droit recueillis par les enquêteurs. M. René Bertin y a répondu par courrier du 30 avril 2014.

Conformément à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, le rapport d'enquête, signé le 30 juin 2014, et les observations de M. René Bertin ont été examinés par la Commission spécialisée n°2 du Collège de l'AMF constituée en application de l'article L. 621-2 du même code, lors de sa séance du 16 juillet 2014, qui a décidé de notifier un grief à Huis Clos ainsi qu'à son président-directeur général M. René Bertin, ce qui fut fait par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 12 août 2014.

En substance, il est reproché à Huis Clos de ne pas avoir communiqué, « dès que possible » à compter du 1^{er} février 2013 l'information privilégiée selon laquelle le résultat net consolidé après impôts pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire, en violation des dispositions de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF.

Les notifications de griefs précisait que ce manquement, reproché à la société aux termes de l'article 223-2, était également imputable à son président-directeur général, sur le fondement de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF et serait susceptible de donner lieu au prononcé de sanctions en application des articles L. 621-15 et L. 621-14 du code monétaire et financier.

Conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du même code, le Président de l'AMF a transmis copie des notifications de griefs au Président de la Commission des sanctions, qui a désigné M. Miriasi Touch en qualité de rapporteur, par décision du 8 septembre 2014, ce dont les mis en cause ont été avisés par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 12 septembre 2014, leur rappelant la faculté d'être entendus à leur demande, conformément au I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Huis Clos et M. René Bertin ont également été informés par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 17 septembre 2014, qu'ils disposaient de la faculté de demander la récusation du rapporteur dans un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier et dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code.

Par courriel du 30 septembre 2014, Me Frank Martin Laprade du cabinet Jeantet & associés, conseil des mis en cause, a demandé et obtenu un délai pour présenter ses observations en réponse aux notifications de griefs le 21 octobre 2014.

Par lettre du 21 octobre 2014, Me Frank Martin Laprade a fait parvenir des observations en réponse aux notifications de griefs pour le compte de la société Huis Clos et de son président-directeur général.

Le rapporteur a entendu, le 15 décembre 2014, M. René Bertin, en qualité de représentant légal de la société Huis Clos, et à titre personnel, assisté de son conseil.

Les mis en cause ont été convoqués à la séance de la Commission des sanctions du 20 mars 2015 par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 29 janvier 2015, auxquelles était joint le rapport du rapporteur, et informés, par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 16 février 2015 de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance, ainsi que du délai de quinze jours dont ils

disposaient en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier pour demander, conformément aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code, la récusation de l'un ou l'autre de ses membres.

Par courriel du 18 février et lettre du 19 février 2015, le conseil de Huis Clos et de M. René Bertin a présenté ses observations en réponse au rapport du rapporteur. Par courriel du 19 février 2015, il a transmis au rapporteur un document complémentaire.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 16 mars 2015, la SCP BTSG prise en la personne de Me Marc Sénéchal, a été convoquée, en sa qualité de liquidateur de la société Huis Clos, à la séance de la Commission des sanctions du 20 mars 2015, conformément aux dispositions du II de l'article R. 621-40 du code monétaire et financier.

Par courriel du 19 mars 2015, Me Marc Sénéchal a fait savoir qu'il ne pourrait pas assister à la séance de la Commission des sanctions, et qu'il s'y ferait représenter par le conseil des mis en cause.

II. MOTIFS

Considérant qu'il est reproché aux mis en cause de n'avoir pas communiqué « *dès que possible* » l'information privilégiée selon laquelle le résultat net consolidé après impôts pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire ; que selon les notifications de griefs :

- « - *le résultat net consolidé après impôt provisoire s'établissait au 1^{er} février 2013 à un niveau négatif de - 5 millions d'euros au titre de l'année 2012 et était connu de la société et de sa direction à compter de cette date ; celui-ci constituait ainsi une information précise dans la mesure où son caractère chiffré portant sur un indicateur déterminant de la performance de l'entreprise permettait de conclure à la baisse du cours ;*
- *la valeur négative du résultat net consolidé après impôt laissait apparaître que l'activité de la société avait généré une importante perte au titre de l'année 2012 alors que Huis Clos enregistrerait depuis 2008 des résultats bénéficiaires; ainsi cette information était de nature à surprendre les investisseurs qui, par ailleurs, ne disposaient pas d'information sur les difficultés financières rencontrées par la société au cours du second semestre 2012 ; par conséquent, cette information était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de l'action dans la mesure où cette dégradation très significative était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme fondement de sa décision de céder des actions Huis Clos ;*
- *le niveau de résultat net réalisé au titre de l'année 2012 était confidentiel, puisque cette information n'a été portée à la connaissance du public que le 28 mai 2013 dans le cadre d'un communiqué de presse ayant pour objet d'apporter des « informations complémentaires » au communiqué paru une semaine plus tôt, le 23 mai 2013, annonçant « l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire » à l'égard de la société ».*

Considérant qu'aux termes du 1^{er} alinéa de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF : « *tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement* » ; que l'article 621-1 du même règlement énonce qu'« *une information privilégiée est 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. / Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. / Une information, 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 dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement* » ;

Sur le caractère privilégié de l'information

Considérant qu'il y a lieu de déterminer si l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé après impôts pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 présentait le 1^{er} février 2013 les caractères d'une information privilégiée ;

Considérant que si les mis en cause reconnaissent que « dès le 1^{er} février 2013, les organes de direction de la société Huis Clos avaient connaissance du niveau estimé de résultat net annuel pour 2012, à hauteur de - 5 millions d'euros environ », ils contestent le caractère précis de l'information au 1^{er} février 2013 au motif que l'absence de publication des comptes relatifs à l'exercice 2012 empêcherait de déterminer le montant réel des pertes ainsi que le montrerait le fait que ne sont pas critiqués dans le cadre de la présente procédure les termes du communiqué de presse du 28 mai 2013 précisant que la société ne pouvait donc pas « confirmer le montant du résultat définitif du groupe pour l'exercice 2012 » et que « le résultat provisoire des activités opérationnelles de l'exercice 2012 s'établit à une perte de 7 millions d'euros » ; qu'une information précise n'est pas nécessairement certaine, dès lors qu'est réputée précise une information qui fait mention de circonstances ou d'un évènement « susceptible de se produire » s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet évènement sur le cours des instruments financiers concernés ;

Considérant que le directeur financier de la société a adressé le 1^{er} février 2013 au directeur général ainsi qu'à son assistante, les résultats de l'exercice 2012, faisant apparaître les données financières du groupe pour l'exercice clos au 31 décembre 2012, comparées à celles de l'exercice 2011, et aux données prévisionnelles établies au cours de l'exercice ; qu'ainsi, à cette date, la direction de Huis Clos disposait d'une estimation de son chiffre d'affaires réalisé, de son résultat net réalisé avant et après impôt, ainsi que des écarts entre ces résultats et les éléments prévisionnels ; qu'à cet égard le fait que ces chiffres relatifs à un exercice comptable clos n'étaient pas définitivement arrêtés et n'avaient pas été revus par les commissaires aux comptes ne peut valablement être prise en compte pour apprécier son caractère précis au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF ; que le directeur financier a lui-même confirmé, avoir fait le constat, « début 2013 », que « le résultat 2012 s'oriente vers une perte d'environ 7 millions d'euros... ».

Considérant dès lors que les documents disponibles en interne sur les résultats de l'exercice clos permettent de considérer que dès le 1^{er} février, l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net, de l'ordre de - 5 millions d'euros après impôt, alors même que ce résultat était provisoire, était une information relative à un évènement « susceptible de se produire » et une information dont il était possible de tirer une conclusion quant à son effet possible sur le cours du titre Huis Clos, de sorte qu'elle était bien précise au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF ;

Considérant que les communiqués de presse publiés par Huis Clos au cours de l'exercice 2012, les 10 mai, 14 août et 15 novembre 2012, ne faisaient mention que du chiffre d'affaires (consolidé et par entité sociale) et du nombre de prises de commandes, sans contenir aucune estimation ou prévision de résultat (net après impôts) de la société ; que si le rapport financier semestriel pour l'exercice 2012 mis en ligne le 28 novembre 2012, juste après la conclusion du protocole de conciliation, contenait des données financières relatives au 1^{er} semestre 2012 et notamment celles relatives au résultat net déficitaire, égal à - 2,7 millions d'euros, il faisait également état, au titre des évènements importants depuis le 30 juin, de la mise en œuvre d'un « important plan de restructuration » devant permettre de dégager des économies de plus de 5 millions d'euros en année pleine ; que les mis en cause ne contestent d'ailleurs pas le caractère non public de l'information selon laquelle le résultat net consolidé après impôts de Huis Clos pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire ; qu'à cet égard, le directeur financier a précisé que Huis Clos n'avait pas voulu « mettre un focus particulier là-dessus » ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net de Huis Clos pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 n'était pas publique le 1^{er} février 2013 ;

Considérant que le communiqué du 14 février 2013 ne faisait état que d'un très léger recul de 0,1% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2012 qui s'établissait à 151,2 millions d'euros contre 151,4 millions d'euros au 31 décembre 2011 et ne contenait aucun élément de nature à rendre publique l'information relative au résultat prévisionnel déficitaire ; que le 23 mai 2013, Huis Clos a, par communiqué de presse, indiqué se placer sous la protection du Tribunal de Commerce de Rouen, en précisant que « la société aura l'occasion de détailler l'origine

de ses difficultés lors de la publication de ses comptes annuels de l'exercice 2012 », sans donner aucune information chiffrée relative aux résultats 2012 ; que l'information de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire a été immédiatement reprise par la presse, une dépêche AFP diffusée le jour même à 16h52 mentionnant « un déficit de 7 millions » et d'autres publications parues le 23 mai et les jours qui ont suivi évoquant une ou des perte(s) de 7 millions d'euros ; qu' « à la suite de la parution d'un certain nombre d'articles de presse », Huis Clos a apporté, le 28 mai 2013, des informations complémentaires en diffusant un communiqué spécifique, aux termes duquel « Huis Clos ne peut donc pas confirmer le montant du résultat définitif du groupe pour l'exercice 2012 qui n'est pas connu à ce jour. Les travaux préparatoires à l'établissement des comptes annuels permettent d'indiquer d'ores et déjà que le résultat provisoire des activités opérationnelles de l'exercice 2012 s'établit à une perte de 7 millions d'euros » ; que ce n'est donc qu'à compter du 23 mai 2013 que le public a été informé, d'abord par une dépêche AFP puis par plusieurs articles de presse parus les 23 et 24 mai 2013 puis par l'émetteur lui-même du caractère fortement déficitaire des résultats de l'exercice clos en 2012 de l'ordre de 7 millions d'euros ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que l'information selon laquelle le résultat net consolidé après impôts de Huis Clos pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire, non publique au 1^{er} février 2013, l'est demeurée au moins jusqu'au 23 mai 2013 ;

Considérant que le caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé après impôts portait sur un indicateur déterminant de la performance d'une société et de sa situation financière ; qu'au regard des informations communiquées au public, et notamment celles, rassurantes, sur le soutien des partenaires bancaires, et celles, engageantes, sur la mise en œuvre du plan de restructuration, l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net, de l'ordre de - 5 millions d'euros après impôts, n'était pas « raisonnablement prévisible », mais bien de nature à surprendre les investisseurs ; que cette information était « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement » et partant « susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés » au sens de l'article 621-1 précité ;

Considérant qu'il résulte de l'ensemble de ce qui précède que l'information selon laquelle le résultat net consolidé après impôts de Huis Clos pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire revêtait, au 1^{er} février 2013, tous les caractères d'une information privilégiée et ce, au plus tôt jusqu'au 23 mai 2013 ;

Sur la communication « dès que possible » de l'information privilégiée

Considérant que l'article 223-2 du règlement général de l'AMF impose à l'émetteur de porter à la connaissance du public dès que possible toute information privilégiée qui le concerne directement ; que Huis Clos ne peut donc valablement invoquer l'absence de publication antérieure de prévisions de résultats pour tenter de s'exonérer de toute responsabilité ;

Considérant qu'en publiant le 28 mai 2013 le montant estimatif de la perte enregistrée sur l'exercice, soit près de trois mois après que la direction a eu connaissance des résultats estimatifs du groupe pour l'exercice clos au 31 décembre 2012, la société n'a pas porté à la connaissance du public cette information privilégiée « dès que possible » ;

Sur l'exception à l'obligation de communiquer « dès que possible » l'information privilégiée

Considérant qu'aux termes des notifications de griefs, la société Huis Clos ne justifie pas « de l'absolue nécessité de différer la diffusion de l'information portant sur le niveau de résultat net estimé au titre de l'année 2012 afin de préserver les chances de survie de la société » ; qu' « un avertissement sur les résultats aurait permis de modifier les attentes des investisseurs » ; que les notifications de griefs relèvent que « si l'ouverture d'une procédure de mandat ad hoc le 5 juillet 2012 et la signature d'un protocole de conciliation, le 26 novembre 2012, entre Huis Clos et ses prêteurs ayant procédé à la dénonciation de ses découverts autorisés, ont pu être légitimement maintenues confidentielles, cette confidentialité ne saurait s'étendre à l'ensemble des informations sur la situation financière de la société » ;

Considérant qu'aux termes des alinéas II et III de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF : « II. - L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière, et en particulier : / 1° En mettant en place des dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur ; / 2° En prenant les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information connaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion induite de cette information ; / 3° En mettant en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de cette information dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité, sans préjudice des dispositions du deuxième alinéa de l'article 223-3. / III. - Les intérêts légitimes mentionnés au deuxième alinéa peuvent notamment concerner les situations suivantes : / 1° Négociations en cours ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ des dispositions mentionnées au livre VI du code de commerce relatif aux difficultés des entreprises, la divulgation d'informations au public peut être différée pendant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants ou potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur (...) » ;

Considérant qu'après avoir contesté le caractère privilégié de l'information, les mis en cause ont soutenu, dans leur réponse à la notification de griefs, qu'« il ne fait pas de doute que la société Huis Clos remplissait toutes les conditions d'application de ce texte car il s'agissait bien d'une question de survie » ; que cependant, en réponse au rapport du rapporteur, puis oralement en séance, les mis en cause et leur conseil ont expressément renoncé à se prévaloir du bénéfice des dispositions précitées ;

Considérant qu'en ne portant pas à la connaissance du public l'information selon laquelle le résultat net consolidé après impôts de Huis Clos pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 serait fortement déficitaire « dès que possible », et sans se prévaloir d'intérêts légitimes à différer de trois mois la publication de cette information, Huis Clos a manqué à son obligation d'information du marché prévue à l'article 223-2 du règlement général de l'AMF ;

III. SANCTIONS ET PUBLICATION

Considérant qu'en sa qualité d'émetteur, Huis Clos est le débiteur au premier chef de l'obligation visée par l'article 223-2 du règlement général de l'AMF ;

Considérant que l'article 221-1 dernier alinéa du règlement général, dans sa version non modifiée issue de l'arrêté du 26 février 2007, prévoit que « Les dispositions du présent titre sont également applicables aux dirigeants de l'émetteur, de l'entité ou de la personne morale concernés » ; que si M. René Bertin a confié entre 2009 et 2012 la direction opérationnelle du groupe à un directeur général et un directeur financier avant de reprendre ses fonctions début 2013, il est toujours demeuré président-directeur général de Huis Clos ; que s'agissant plus particulièrement de la communication financière de la société relative aux difficultés rencontrées par la société, si M. René Bertin a indiqué n'avoir jamais « donné d'instructions de non-communication », il a également précisé qu'« en ce qui concerne les difficultés de Huis Clos, je pensais que plus on était discret, plus il y avait de chance de sauver Huis Clos » ; que M. René Bertin qui a la qualité de dirigeant au sens de l'article 221-1 du règlement général suivait de façon attentive l'évolution de l'activité de la société ; que dès lors le manquement à l'obligation d'information du public fondé sur l'article 223-2 du règlement général de l'AMF, lui est imputable ;

Considérant qu'aux termes du c) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version applicable à l'époque des faits : « La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : (...) c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée (...) à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier ou un actif mentionné au II de l'article L. 421-1 admis aux négociations sur un marché réglementé (...) » ; que sont notamment visés par le premier alinéa du I de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, les manquements « de nature à porter atteinte à la protection

des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché » ; que, compte tenu de la nécessité d'informer le public « dès que possible » d'une information privilégiée de cette nature, le manquement fondé sur la violation des dispositions de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF ainsi constaté est de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés, et donc susceptible de donner lieu au prononcé d'une sanction ;

Considérant qu'aux termes de l'article L. 621-15 III c) dans sa version issue de la loi du 22 octobre 2010, Huis Clos et son président-directeur général encourent une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; que le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ;

Considérant que par décision du 13 janvier 2011, la Commission des sanctions avait sanctionné la société Huis Clos et M. René Bertin pour des manquements à des obligations déclaratives et d'information du marché ; que la société est, depuis le 17 octobre 2013, en liquidation judiciaire ; qu'en l'absence d'éléments sur l'existence de profits tirés du manquement visé, compte tenu de la gravité intrinsèque du manquement, de l'étroitesse du flottant et de la situation financière tant de la société que de son dirigeant, il y a lieu de prononcer une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de la société Huis Clos, et de 50 000 euros à l'encontre de son président-directeur général, M. René Bertin ;

Considérant que la publication de la présente décision ne risque ni de perturber gravement les marchés financiers, ni de causer un préjudice disproportionné aux personnes mises en cause ; qu'elle sera donc ordonnée ;

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré, sous la présidence de M. Michel Pinault, président de la première section de la Commission des sanctions, par M. Christophe Soulard, Mme France Drummond et M. Bruno Gizard, membres de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,

DÉCIDE DE

- prononcer à l'encontre de la société Huis Clos une sanction de 100 000 € (cent mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. René Bertin une sanction de 50 000 € (cinquante mille euros) ;
- publier la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers.

Fait à Paris, le 2 avril 2015

Le Secrétaire de séance

Le Président

Marc-Pierre Janicot

Michel Pinault

Cette décision peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues à l'article R. 621-44 du code monétaire et financier.

Extraits Rajint Le petit
sur les avertissements
sur résultats publiés
en avril 2000.

COB

Il convient de souligner également qu'afin de garantir l'égalité des investisseurs dans l'accès à l'information, les analystes financiers doivent respecter les règles déontologiques²⁰ qui ont été énoncées par la Société française des analystes financiers (SFAF), et notamment :

- l'analyste ne doit pas utiliser pour son compte, celui de ses clients ou de son employeur, une information confidentielle²¹ ;
- les analystes doivent faire preuve d'une indépendance maximale vis-à-vis de l'entreprise.

Plus généralement, le développement et la mise à jour périodique des règles déontologiques, tant des analystes que des informateurs financiers, devraient également contribuer à garantir l'égalité de tous les investisseurs dans d'accès à l'information.

- A.3- Identifier les situations pouvant nécessiter un avertissement sur résultats

Il est de l'intérêt et de la responsabilité de l'entreprise de faire comprendre au marché :

- sa stratégie et ses objectifs ;
- ses déterminants économiques propres (marchés, secteurs d'activité, rentabilité par ligne de produits, ratios-clés de l'exploitation, besoin en fonds de roulement, etc...) ;
- sa sensibilité aux variables exogènes conjoncturelles.

Si le marché dispose de toute l'information nécessaire concernant les trois éléments mentionnés ci-dessus, il sera normalement en situation d'interpréter l'incidence sur les résultats de l'entreprise de toute information ou situation exogène nouvelle. En conséquence, l'entreprise pourra habituellement s'abstenir de toute communication spécifique en cas de survenance d'un événement exogène, sous réserve des situations visées par les articles 2 à 4 du Règlement n° 98-07 de la COB. Cette situation devrait être la plus courante, dès lors que l'entreprise fournit un effort régulier d'amélioration de la fréquence, des délais et de la qualité de sa communication financière périodique. Il s'agit d'un travail en amont permettant dans la plupart des cas d'éviter d'avoir à recourir aux avertissements sur résultats.

²⁰ « Règles de déontologie professionnelle » – SFAF – 6 novembre 1992.

²¹ A titre de précision, il convient de rappeler qu'un analyste qui parvient de lui-même à une information « sensible » en raccordant plusieurs informations non privilégiées n'est pas un initié (théorie dite de la « mosaïque », développée dans le *Standard of Practice Handbook* de l'AIMR – 1992). Par ailleurs, l'analyste doit demander à l'entreprise la publication officielle d'une information entrant dans le champ des informations privilégiées, qui lui serait communiquée.

En revanche, lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront de façon significative²² inférieurs à la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé²³, et si les dirigeants concluent après examen que cet écart provient d'une insuffisante explicitation de sa stratégie, de ses déterminants économiques propres ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes, elle doit intervenir le plus rapidement possible pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant ce ou ces éléments. Si l'entreprise ne dispose pas d'une occasion de communication périodique²⁴, cette intervention doit prendre la forme d'une communication officielle spécifique dans un délai rapide et dans les conditions prévues par la réglementation en vigueur. Cette communication peut être suivie d'une réunion d'analystes.

Le contenu de cette communication devrait privilégier les éléments qualitatifs et d'ordre stratégique plutôt que les explications ponctuelles. De plus, l'entreprise devrait détailler les mesures qui vont être prises, afin que le marché puisse apprécier sa capacité à maîtriser les événements.

Toutefois, lorsque la divergence porte uniquement sur les hypothèses économiques retenues (par exemple, anticipations différentes sur l'évolution du prix des matières premières entre l'entreprise et les analystes), l'entreprise n'a pas d'obligation d'apporter des précisions supplémentaires, car l'évolution réelle de la conjoncture, traduite dans les résultats intérimaires publiés, résorbera naturellement la divergence.

Dans le cas où l'entreprise juge que ses résultats seront de manière significative au-dessus de la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé, il sera généralement utile, dans l'intérêt même de la crédibilité à moyen terme de l'information fournie par l'entreprise, d'en avertir le marché.

²² Le caractère significatif de cet écart peut s'apprécier en fonction de son importance en valeur instantanée ou de son évolution récente : un écart qui tend à se creuser rapidement sera généralement considéré significatif.

²³ Lorsque le consensus de marché est dispersé (en lien par exemple avec une perception différente du secteur d'activité par les différents analystes), il sera généralement difficile de le corriger, sauf à considérer qu'il appartient à l'entreprise de le rendre homogène, sans toutefois manipuler l'opinion.

²⁴ Résultats annuels ou semestriels, chiffres d'affaires trimestriels, assemblée générale...

Jurisprudences récentes relatives à l'information privilégiée dans les sociétés cotées

François Basdevant

Directeur Fusions et Acquisitions
Vivendi

La qualité de l'information financière et, en particulier, sa transparence sont les clefs de voûte du système financier. C'est sur la base des informations transmises par l'émetteur au marché que l'investisseur pourra prendre une décision éclairée d'acheter ou de vendre un instrument financier ou de participer, ou non, à une opération financière.

Dans ce contexte, la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers a été amenée à statuer récemment dans différentes affaires portant sur des manquements à l'information financière dans des sociétés dont les titres sont inscrits sur un marché réglementé. On peut dénombrer sept décisions relatives à différents manquements portant sur l'information financière. Toutes ces décisions ont donné lieu à des sanctions de la part de la Commission. Elles ont été rendues pendant une période relativement rapprochée : quatre décisions depuis le 1^{er} janvier 2015, deux l'ont été en 2014 et une en 2013. De plus, deux décisions (Air France-KLM et Faurecia) concernent des sociétés appartenant au compartiment A du SBF 120.

Certaines décisions concernent des cas de manquement à l'information soit à la suite d'une acquisition (société Heraclès anciennement 1855) ou en cas de révisions dans les prévisions (Huis Clos, Faurecia, Air-France-KLM). En revanche, ne sont donc pas analysées les décisions de la Commission des sanctions portant sur des obligations d'abstention suite à la détention d'une information privilégiée (manquement d'initié), et ce, même si dans ce cas se pose la question de la définition d'une information privilégiée.

Nous rappellerons, tout d'abord, les grands principes applicables en matière d'information financière issus du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (RGAMF) (I), nous examinerons les décisions récentes de la Commission des sanctions en matière d'information financière (II) et, enfin nous en tirerons les enseignements nécessaires (III).

I. Rappel des principes applicables en matière d'information financière

L'information financière fait l'objet d'une réglementation complète qui distingue l'information périodique, l'informa-

tion permanente et l'information réglementée. Nous retiendrons trois des principes essentiels relatifs à l'obligation d'information permanente : le principe d'intégrité selon lequel l'information délivrée au public par l'émetteur doit être exacte, sincère et précise (1.), le principe d'égalité d'accès à l'information financière entre investisseurs (2.), l'obligation de publier une information privilégiée « dès que possible » (3.) et, enfin le manquement en cas de diffusion de fausses informations (4.).

1. Intégrité de l'information financière : « une information exacte, sincère et précise »

Le principe de base est le suivant : « *L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère*¹ ». Cette exigence d'intégrité s'applique tant aux informations dont la communication est obligatoire au titre de la réglementation qu'aux informations communiquées par l'émetteur sur une base volontaire.

L'information doit être exacte, c'est-à-dire exempte d'erreurs. Elle doit être précise, c'est-à-dire que l'émetteur doit communiquer au marché l'ensemble des éléments pertinents relatifs à l'événement qui fait l'objet de la communication afin que le marché puisse apprécier l'impact de cet événement sur la situation de l'émetteur et de ses perspectives. Elle doit être sincère. La sincérité de l'information implique que soient communiqués tant les éléments positifs que négatifs afférents à l'information privilégiée.

2. Égalité d'accès à l'information financière entre investisseurs

Le principe d'égalité d'accès à l'information financière repose sur le fait que « *Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières*² ».

Le RGAMF contraint donc en pratique l'émetteur à diffuser à l'ensemble du public toutes les informations communiquées aux analystes financiers. Notons que la Commission des sanctions de l'AMF a pu fonder certaines décisions sur une violation de ce principe : par exemple dans les affaires Silicon Web Group³ et AD Capital⁴. Nous retrouverons dans sa décision relative à Faurecia une application de ce principe.

1 Article 223-1 du Règlement Général de l'AMF.

2 Article 223-10-1 du Règlement Général de l'AMF.

3 Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF du 12 oct. 2006.

4 Décision de la Commission des Sanctions de l'AMF du 29 nov. 2007.

3. Obligation de publier une information privilégiée dès que possible

3.1. Définition de l'information privilégiée

L'information privilégiée est définie dans le Livre VI Abus de Marché du RGAMF : « Une information privilégiée est 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.

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, 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 dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. [...]»⁵

Pour revêtir le caractère privilégié, l'information doit donc présenter trois critères : l'information doit, en premier lieu, être précise, c'est-à-dire suffisamment complète et détaillée. En deuxième lieu, l'information ne doit pas être rendue publique. *A contrario*, elle doit être inconnue de tous les investisseurs. En troisième lieu, pour être qualifiée d'information privilégiée, l'information doit être susceptible d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers.

3.2. Principe : obligation de publier dès que possible une information privilégiée

En présence d'une information privilégiée : « Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement⁶ ».

La société émettrice se doit en conséquence de publier les informations privilégiées la concernant dont elle a connaissance, et ce, le plus tôt possible, c'est-à-dire dans les jours qui suivent l'information. En conséquence, le manquement de rétention d'une information privilégiée serait caractérisé par la communication tardive de l'information.

3.3. Exception : report de la publication de l'information privilégiée

Une exception permet à la société émettrice de différer la publication d'une information privilégiée : « L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure

d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière [...]»⁷

L'émetteur peut donc reporter la diffusion de l'information privilégiée sous réserve que trois conditions soient respectées : la nécessité de sauvegarder un intérêt légitime de l'émetteur, sa capacité à garantir la confidentialité de l'information et l'absence de risque d'induire le marché en erreur.

4. Manquement en cas de diffusion de fausse information

Est également sanctionnée la diffusion de fausse information : « Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers ou sur des produits de base, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses.

Toute personne doit s'abstenir de transmettre des informations fausses ou trompeuses ou de fournir des données fausses ou trompeuses utilisées pour calculer un indice lorsque la personne qui a transmis ces informations ou fourni ces données savait ou aurait dû savoir qu'elles étaient fausses ou trompeuses, ou d'adopter tout autre comportement constituant une manipulation du calcul d'un indice.

Constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, ou sur des produits de base, après avoir pris des positions sur cet instrument financier ou ce contrat commercial et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant. [...]»⁸

II. Jurisprudences de la Commission des sanctions relatives à l'information financière

1. Obligation d'informer dès lors que la société est lourdement déficitaire (Huis Clos, 2 avril 2015)

La société émettrice Huis Clos ainsi que son dirigeant sont condamnés par la Commission des sanctions de l'AMF⁹ pour avoir manqué à leur obligation d'information du marché. Il leur est en particulier reproché de ne pas avoir communiqué « dès que possible » l'information privilégiée relative au caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé, alors que la direction avait eu connaissance des résultats estimatifs trois mois avant leur publication, alors que la société n'avait pas publié de prévisions de résultats. La Commission des sanctions énonce l'obligation de publier une information en

5 Article 621-1 du Règlement Général de l'AMF.

6 Article 223-2, I du Règlement Général de l'AMF.

7 Article 223-2 alinéa II du Règlement Général de l'AMF.

8 Article 632-1, alinéas 1 à 3 du Règlement Général de l'AMF.

9 Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 2 avril 2015, Société Huis Clos et M. René Bertin.

présence de pertes financières inattendues ce qui peut être interprété comme une obligation de publier un avertissement sur les résultats (« *profit warning* ») même en l'absence de publication de prévisions de résultats.

1.1. Faits

La société Huis Clos dont les titres sont inscrits sur le compartiment C de Nyse Euronext Paris, est spécialisée dans la rénovation de l'habitat individuel. Après avoir connu une progression de son chiffre d'affaires entre 2008 et 2009, la société Huis Clos voit son activité décroître en 2010 et 2011. Les difficultés financières rencontrées par Huis Clos et ses filiales les ont conduites à solliciter l'ouverture d'une procédure de mandat *ad hoc* en juillet 2012, afin de restructurer sa dette financière.

Le mandat *ad hoc* a évolué fin 2012 en procédure de conciliation, mais n'a pu empêcher la société de déposer son bilan en mai 2013, en raison de ses mauvais résultats enregistrés sur les premiers mois de l'exercice 2013, aux termes de laquelle la société faisait état, pour l'exercice 2012, d'un chiffre d'affaires hors taxes de 141 millions d'euros et d'une perte de 6 millions d'euros.

La société Huis Clos a été mise en liquidation judiciaire en octobre 2013. Depuis cette date, la cotation des titres Huis Clos a été suspendue à la demande de la société.

L'AMF décide d'ouvrir en juillet 2013 une enquête sur l'information financière et le marché du titre de la société Huis Clos, à compter du 1^{er} janvier 2012.

1.2. Analyse du dispositif de la Commission des sanctions de l'AMF

La Commission des sanctions condamne la société Huis Clos pour manquement à son obligation d'information du marché. Le raisonnement de la Commission s'opère en trois temps. Tout d'abord, elle démontre le caractère privilégié de l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé après impôt pour l'exercice clos au 31 décembre 2012 (1.2.1.). Ensuite, puisque ladite information a un caractère privilégié, l'AMF estime que cette information aurait dû être communiquée « *dès que possible* » par l'émetteur (1.2.2.). Enfin, elle énonce l'obligation de publier un « *profit warning* » même en l'absence de publication de prévision de résultats (1.2.3.).

1.2.1. Caractère privilégié de l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat

Tout le débat reposait sur la question de savoir si l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé (pour l'exercice clos au 31 décembre 2012) revêt les trois critères pour être qualifiée d'information privilégiée. Les mis en cause avaient contesté le caractère privilégié de ladite information. La Commission des sanctions de l'AMF a démontré que cette information était privilégiée, avec le raisonnement suivant :

– En premier lieu, l'information est précise dans la mesure où son caractère chiffré (le résultat net consolidé provisoire s'établissait au 1^{er} février 2013 à un niveau négatif de 5 millions d'euros), portant sur un indicateur déterminant de la performance de l'entreprise, permettait de conclure à la

baisse du cours. La Commission des sanctions éradique ainsi le raisonnement des mis en cause qui contestaient le caractère précis de l'information. Ils soutenaient, en effet, que l'absence de publication des comptes empêcherait de déterminer le montant réel des pertes. Cela étant, selon la Commission des sanctions, une information précise n'est pas nécessairement certaine dès lorsqu'une information fait mention d'un évènement susceptible de se produire.

– En deuxième lieu, la Commission des sanctions retient que ladite information n'était pas publique puisque les communiqués de presse publiés par l'émetteur au cours de l'exercice 2012 ne faisaient mention que du chiffre d'affaires (consolidé et par entité sociale) et du nombre de prises de commandes, sans contenir aucune estimation ou prévision de résultat net de la société. Les mis en cause ne contestent pas le caractère confidentiel de l'information. À cet égard, le directeur financier n'avait pas voulu « *mettre un focus particulier là-dessus* ». En outre, bien que le rapport financier semestriel pour l'exercice 2012 contenait des données financières relatives au résultat net déficitaire égal à 3 millions d'euros au 1^{er} semestre, il faisait également état de la mise en œuvre d'un important plan de restructuration devant permettre de dégager des économies de plus de 5 millions d'euros en année pleine. L'information privilégiée n'a ainsi été portée à la connaissance du public que le 28 mai 2013 dans le cadre d'un communiqué de presse ayant pour objet d'apporter des « *informations complémentaires* » au communiqué paru une semaine plus tôt le 23 mai 2013, annonçant l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'égard de la société.

– En troisième lieu, l'information revêt un caractère sensible dans la mesure où la dégradation très significative du résultat net de l'exercice clos en 2012 était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme fondement de sa décision de céder des actions Huis Clos. Elle était, en effet, de nature à surprendre les investisseurs qui ne disposaient pas d'information sur les difficultés financières rencontrées par la société. Au regard des informations communiquées au public, et notamment celles rassurantes, sur le soutien des partenaires bancaires et celles engageantes sur la mise en œuvre du plan de restructuration, l'information relative au caractère déficitaire du résultat net de l'ordre de 5 millions d'euros n'était pas raisonnablement prévisible d'autant plus que Huis Clos enregistrerait depuis 2008 des résultats bénéficiaires.

1.2.2. Manquement à l'obligation de communiquer « *dès que possible* » l'information privilégiée

Il était reproché à la société Huis Clos de ne pas avoir communiqué « *dès que possible* » à compter du 1^{er} février 2013 l'information privilégiée selon laquelle le résultat net consolidé après impôts pour 2012 serait fortement déficitaire.

En effet, le résultat net consolidé après impôt s'établissait au 1^{er} février 2013 à un niveau négatif de 5 millions d'euros au titre de l'année 2012. Il était connu de la société et de sa direction à compter de cette date. Or, cette information n'a été portée à la connaissance du public que le 28 mai 2013 dans le cadre d'un communiqué de presse ayant pour objet d'apporter des « *informations complémentaires* » au communiqué paru une semaine plus tôt, le 23 mai 2013, annonçant « *l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire* » à l'égard de la société.

Selon la Commission des sanctions, en publiant le montant estimatif de la perte enregistrée de l'exercice le 28 mai 2013, soit 3 mois après que la direction a eu connaissance des résultats estimatifs du groupe pour l'exercice clos au 31 décembre 2012, la société Huis Clos n'a pas porté à la connaissance du public cette information privilégiée « *dès que possible* ». Ainsi, la société ne peut valablement invoquer l'absence de publication antérieure de prévisions de résultats pour tenter de s'exonérer de toute responsabilité.

1.2.3. Obligation de publier un « profit warning » en l'absence de publication de prévision de résultats

Enfin, la Commission a considéré que la publication d'un avertissement sur les résultats ou « *profit warning* » aurait permis de modifier les attentes des investisseurs. La Commission des sanctions considère que bien que la société ne publie pas de prévisions de résultats, elle est néanmoins tenue de publier une information quand elle a connaissance du caractère fortement déficitaire de son résultat annuel. Ce qui est visé par la Commission des sanctions c'est le fait que la société dégageait auparavant des résultats déficitaires et que l'annonce que la société est lourdement déficitaire sera bien de nature à surprendre les investisseurs. En effet, le fait que la société soit en pertes a des conséquences sur la situation financière de la société ainsi que sur sa viabilité. Cette décision ne doit donc pas être résumée en une obligation de lancer un avertissement sur les résultats en présence de pertes financières, mais en une obligation de communiquer au marché une information importante, en l'espèce de lourdes pertes non anticipées.

Notons néanmoins que la société émettrice a renoncé à se prévaloir d'intérêts légitimes afin de différer de trois mois la publication de l'information privilégiée (en l'espèce, elle avait invoqué une question de survie dans sa réponse à la notification des griefs). Au final, elle se voit infliger une amende d'un montant de 100.000 € pour avoir manqué à son obligation d'information du marché.

2. Obligation d'informer dès que possible une acquisition stratégique (Héraclès anciennement dénommée 1855, 10 mars 2015)

La société 1855 et son dirigeant sont condamnés par la Commission des sanctions de l'AMF¹⁰ pour avoir publié une information inexacte, imprécise et non sincère à l'occasion d'un communiqué relatif à une acquisition stratégique présentée à tort de manière avantageuse, mais aussi pour avoir tardé à communiquer cette information privilégiée, puisque la signature du contrat d'acquisition avait eu lieu plusieurs mois auparavant.

2.1. Faits

La société 1855 dont les titres étaient inscrits sur un marché réglementé (dont la dénomination sociale est désormais Héraclès) était, jusqu'à sa liquidation, spécialisée dans la distribution de vins, sur catalogue, puis sur internet. M. Éme-

ric Sauty de Chalon était au moment des faits président de la société 1855 et avait notamment la charge de sa communication financière. La hausse importante des prix des vins de Bordeaux « primeurs » à partir des années 2005 a mis la société 1855 dans l'obligation de livrer des bouteilles qu'elle n'avait pas encore achetées et dont le prix était alors supérieur au prix auquel elle les avait vendues deux ans plus tôt.

C'est dans ce contexte que la société 1855 a procédé à l'acquisition stratégique de la société Cave Privée en 2010. Le contrat d'acquisition signé le 20 juillet 2010 comportait des conditions suspensives dont l'une portait sur la réalisation par la société 1855 d'un placement privé auprès d'investisseurs pour un montant de 2,2 millions d'euros. Selon son président, la société 1855 n'avait pas la trésorerie pour financer cette acquisition et devait procéder à une ouverture du capital auprès d'investisseurs externes. L'opération a ainsi été présentée par les dirigeants de la société 1855 aux termes d'un communiqué du 30 novembre 2010 intitulé « *1855 annonce l'acquisition de caveprivée.com, le plus haut de gamme des sites de ventes privées de vins sur internet* ». Aux termes de ce même communiqué, l'acquisition de la société Cave Privée était présentée comme favorable au plan financier et fortement créatrice de valeur pour les actionnaires de 1855 du fait de la rentabilité de la société et du montant du prix d'acquisition au regard de son résultat opérationnel.

Les difficultés financières de la société 1855, portant sur les retards et défauts de livraison de vins « primeurs » et à la multiplication des litiges et condamnations à ce titre, ont conduit à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire par le tribunal de commerce de Paris en octobre 2013, puis à une liquidation judiciaire en janvier 2015.

L'AMF a décidé, le 22 février 2012, d'ouvrir une enquête sur l'information financière de la société 1855 à compter du 31 décembre 2009.

2.2. Analyse du dispositif de la Commission des sanctions de l'AMF

La Commission des sanctions de l'AMF a sanctionné la société 1855 pour divers manquements. Tout d'abord, il est reproché à l'émetteur d'avoir publié des informations inexactes, imprécises et non sincères lors du communiqué relatif à une acquisition stratégique (2.2.1.). Ensuite, la société est condamnée pour manquement à l'obligation de communiquer dès que possible une information privilégiée (2.2.2.).

2.2.1. Manquement à l'obligation de publier une information « exacte, sincère et précise »

La société 1855 a publié le 30 novembre 2010 un communiqué portant sur l'acquisition de la société Cave Privée. À ce titre, la Commission des sanctions reproche aux protagonistes d'avoir présenté cette acquisition de manière avantageuse, en présentant des chiffres inexacts et des prévisions exagérément optimistes quant aux résultats et aux perspectives de la société Cave Privée. En effet, le communiqué mentionnait un résultat net de 120 K€ de la société Cave Privée au titre de l'année 2010, alors que les comptes sur 12 mois faisaient état d'un résultat net de 42.350 €, soit trois fois moins que le montant mentionné dans le communiqué.

Par ailleurs, le président de la société 1855 a procédé à une déclaration dans le communiqué pour justifier cette acquisition. Il affirmait que « *du point de vue financier, cette acquisi-*

10 Commission des sanctions de l'AMF du 10 mars 2015, Société Héraclès (anciennement dénommée 1855) et M. Émeric Sauty de Chalon.

L'avertissement sur résultats dans le collimateur de l'AMF

La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est saisie pour la troisième fois en quelques mois d'un dossier relatif aux obligations d'information permanente des sociétés cotées. L'affaire, examinée le 20 mars, pose notamment la question de savoir si une société qui ne publie pas de prévisions de résultats est néanmoins tenue d'alerter le marché dès qu'elle a connaissance du fait qu'elle va enregistrer un résultat déficitaire.

decifictif decifictif, ctdeci

Commission des sanctions de l'AMF, vendredi 20 mars 9 heures. La commission des sanctions examine ce vendredi matin un dossier relativement modeste. Il concerne la société Huis Clos, une entreprise spécialisée dans la rénovation de l'habitat des particuliers. Celle-ci est représentée par son président accompagné d'un avocat. Il ressort de l'exposé du rapporteur que le chiffre d'affaires de la société a commencé à se dégrader en 2010, puis la chute s'est accélérée en raison notamment de la crise économique ainsi que des revirements du Gouvernement sur la fiscalité des travaux des particuliers. C'est ainsi qu'en 2012, la société a demandé une procédure de mandat *ad hoc*, laquelle a débouché sur un protocole de conciliation fin novembre. Ce même mois, Huis Clos publie ses comptes semestriels qui affichent un résultat déficitaire de 2,7 millions d'euros. Puis le 14 février, elle publie son chiffre d'affaires annuel : 151,2 millions contre 151,4 millions l'année précédente. Hélas, le 17 mai suivant, la société se déclare en cessation de paiement, elle est placée en redressement le 22 mai et liquidée le 17 octobre. Ce que l'AMF reproche à cette société ? De n'avoir pas communiqué au marché « dès que possible » et au plus tard le 1^{er} février 2013 l'information selon laquelle le résultat annuel 2012 serait fortement déficitaire. Un déficit estimé à cette date par la direction à 5,8 millions d'euros.

Outre les obligations de communication périodiques (comptes annuels, semestriels, trimestriels), une société cotée doit également, au titre de son obligation d'information permanente, communiquer au marché dès que possible toute information susceptible d'avoir un impact sur le cours de bourse. Or pour l'AMF, la direction de Huis Clos savait le 1^{er} février que le résultat annuel serait fortement déficitaire et aurait donc dû procéder à un avertissement sur résultats (ou *profit warning*). Ce n'est que le 28 mai suivant, sur fond de fuites dans la presse, que la société annonce une perte sur l'exercice finalement de 7 millions d'euros. Au terme de la présentation de son rapport en séance, le rapporteur a estimé que le grief était constitué.

Un résultat déficitaire justifie un *profit warning*

Le représentant du collège de l'AMF, qui fait office d'autorité de poursuite en séance, a qualifié l'affaire de « grave ». Pour lui, en effet, si la société avait communiqué le 1^{er} février sur son résultat déficitaire, les actionnaires auraient pu céder leurs titres, au lieu de quoi ils se sont retrouvés prisonniers lorsque le cours a été suspendu le 13 mai suivant. Au passage, le représentant du collège a effectué une distinction intéressante en ce qui concerne le type d'information qui nécessite d'être publié au titre de l'information permanente. Le collège aurait pu également reprocher à la société de n'avoir pas informé le marché de ses difficultés de trésorerie mais, sur ce point, il a considéré que, compte tenu des difficultés de la société, cela aurait aggravé sa situation et que cette information pouvait légitimement être retenue au titre de la dérogation à l'obligation de communiquer. En revanche, une information définitive appartenant au passé comme un résultat déficitaire ne saurait entrer dans le champ de la dérogation. Au vu de ces éléments, le représentant du collège a requis 30 000 € de sanction contre la société et 90 000 € contre son dirigeant.

La société, quant à elle, conteste la qualification d'information privilégiée attachée au résultat déficitaire. D'abord, de quelle information parle-t-on exactement ? Des 5 millions de déficit évoqués début février, des 7 millions communiqués fin mai, du résultat définitif ? Celui-là est encore inconnu le jour de la séance puisque l'exercice n'a pas été arrêté. Ensuite, la notification de griefs reproche à la société de n'avoir pas communiqué l'information selon

laquelle elle prévoyait un « résultat net fortement déficitaire », autrement dit une information littéraire et non pas chiffrée. Or non seulement la fiabilité d'une information estimée un mois après la clôture est fortement sujette à caution, mais en plus la formule elle-même est très floue au point qu'on peut se demander si la société n'aurait pas été poursuivie pour communication d'une information inexacte si elle avait procédé conformément à la notification de griefs.

L'information privilégiée a entre autres comme caractéristique celle d'être non publique et susceptible d'influer sur le cours. Or, rappelle la défense, la publication des semestriels le 28 novembre évoquait une perte de 2,7 millions d'euros, donc le marché pouvait s'attendre à la perte annuelle puisqu'il avait déjà un semestre et qu'il suffisait de multiplier la perte par deux. D'ailleurs, c'est bien ce qu'il s'est produit puisque lorsque la société a publié le 14 février son chiffre d'affaires annuel, en très léger recul, le cours a chuté, malgré l'absence d'information sur le résultat déficitaire. Aussi et surtout, l'avocat s'est interrogé sur le point de savoir comment on pouvait demander à une entreprise de procéder à un avertissement sur résultats, alors que cette société ne publie pas d'objectifs de résultats susceptibles de connaître des variations dont le marché devrait être informé. Le représentant du collège a balayé l'argument : « l'avertissement sur résultat n'est pas conditionné par des prévisions mais s'impose notamment en cas de résultat déficitaire ».

Communiquer « dès que possible »

C'est à la commission qu'il appartient de trancher cet intéressant débat. Elle précisera ainsi une jurisprudence qui commence à s'étoffer sur les obligations d'information des entreprises. En juin 2009, la société Parrot a été condamnée à 50 000 € d'amende pour avoir mis près de deux mois à informer le marché du fait que sa prévision de croissance annuelle de + 45 % ne serait pas tenue. Plutôt que de sortir l'information immédiatement, la société a attendu la publication de ses trimestriels. Le 18 décembre 2014, c'est la société Faurecia qui a été sanctionnée pour avoir mis un mois à informer le marché d'une baisse de ses prévisions de marge opérationnelle. L'annonce a été faite en même temps que la publication des comptes semestriels. Faurecia a fait appel de la décision et il sera intéressant de connaître l'analyse de la cour d'appel de Paris sur ce sujet. Enfin, tout récemment, Air France-KLM a été sanctionnée le 3 mars dernier pour avoir communiqué en même temps que ses résultats trimestriels l'information selon laquelle elle ne pourrait pas tenir ses objectifs de résultat courant d'exploitation de 300 millions. Une information qu'elle détenait depuis 20 jours, selon les services d'enquête de l'AMF.

S'il n'existe pas de définition de l'expression communiquer « dès que possible », il semble en tout cas que ce soit en moins de 20 jours... Communiquer trop vite, c'est s'exposer à livrer une information erronée, ce qui constitue aussi une infraction à la réglementation boursière, observent les avocats spécialisés en la matière. Autrement dit, parler ou se taire, c'est un peu comme choisir en l'espèce entre la peste et le choléra. « Une information précise n'a pas à être certaine », a rappelé le rapporteur lors de la séance en réponse à cet argument de la défense. À l'évidence ici, les sociétés concernées ont surtout choisi de limiter l'impact potentiellement négatif d'une mauvaise nouvelle sur leur cours de bourse en la livrant au milieu d'autres données. C'est peut-être cette volonté de noyer le message au milieu d'autres informations qui au fond indispose le plus le gendarme boursier...