

ARTICLE

ABUS DE MARCHÉ : RETOUR SUR DEUX DÉCISIONS RÉCENTES DE LA COMMISSION DES SANCTIONS DE L'AMF

Corporate - M&A Private Equity | 23/11/17 | Jérôme Brosset Gwendoline Hong Tuan Ha Virginie Desbois

La Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») a rendu récemment deux décisions qui méritent l'attention dans le domaine des abus de marché.

Deux enseignements peuvent être tirés de ces décisions :

> Les dispositions sur les manipulations de marché du règlement UE n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (le « **Règlement MAR** ») se sont substituées à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), en tant que fondement d'un manquement à la qualité de l'information communiquée par les émetteurs, et ce même pour des faits antérieurs au 3 juillet 2016, date d'application du Règlement MAR.

> La connaissance de la dégradation du résultat opérationnel d'une société cotée ne constitue pas toujours une information privilégiée.

1. Le manquement par un émetteur à l'obligation de publier une information de qualité trouve sa source dans le Règlement MAR, lequel écarte l'application de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF

En l'espèce[1], par communiqué de presse du 16 septembre 2014, une société cotée sur Euronext Paris annonçait un résultat net de 0,2 million d'euros et la cession de son activité « ERP ». Le lendemain, elle faisait état lors d'une réunion avec les analystes financiers d'un résultat net consolidé de - 8,1 millions d'euros, d'un résultat net de ses activités poursuivies de 0,2 million d'euros et d'un résultat net de ses activités abandonnées ou en voie de cession de -8,3 millions d'euros. Faisant suite à la publication d'une note d'analyse financière reprenant les éléments chiffrés communiqués lors de la réunion, un communiqué du 19 septembre 2014 précisait que le résultat net de 0,2 million euros concernait les seules activités poursuivies. Après interrogation de l'AMF sur les différences entre les informations communiquées au public et celles contenues dans la note d'analyse, la société publiait par la suite un nouveau communiqué corrigeant et complétant les précédents pour faire apparaître le résultat net des activités en voie de cession et le résultat net total.

Le grief examiné portait (notamment) sur la violation de l'article 223-1 du RGAMF, aux termes duquel « *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère.* »

La Commission des sanctions écarte l'application de l'article 223-1 du RGAMF au profit du Règlement MAR[2] (pourtant non applicable à l'époque des faits) pour les raisons suivantes :

> Les articles 12 et 15 du Règlement MAR, d'application directe, édictent, comme l'article 223-1 susvisé, une obligation relative à la qualité de l'information diffusée et répriment sa violation par « toute personne », expression qui, en l'absence de distinction, recouvre les émetteurs. Ils se substituent donc à l'article 223-1 dès leur entrée en vigueur en tant que fondement d'un manquement à la qualité de l'information communiquée par les émetteurs.

> Contrairement à l'article 223-1, les articles 12 et 15 du Règlement MAR ne répriment pas la diffusion d'une information seulement imprécise et exigent deux éléments constitutifs supplémentaires : (i) la circonstance que les informations litigieuses donnent ou soient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses et (ii) la connaissance, avérée ou supposée, du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée.

> Les dispositions du Règlement MAR apparaissent donc plus douces que celles de l'article 223-1 du RGAMF, de sorte qu'il y a lieu de les appliquer rétroactivement aux faits reprochés.

En conséquence, ce raisonnement conduit à la mise à l'écart de l'article 223-1 du RGAMF, en tant que fondement d'une décision de sanction administrative à l'encontre de l'émetteur, au profit des seules dispositions du Règlement MAR, y compris concernant des faits commis avant le 3 juillet 2016.

Cette position met à mal celle de l'AMF qui avait souhaité maintenir l'article 223-1 post Règlement MAR. L'AMF avait, en effet, notamment mis en avant dans le cadre de la consultation publique lancée avant l'entrée en vigueur du Règlement MAR (i) que cet article a un champ plus large que les dispositions de l'article 12 du règlement MAR, en ce qu'il stigmatise de manière plus explicite l'information non précise et l'information fautive dont l'émetteur ne connaissait pas ou n'aurait pas dû connaître la fausseté et (ii) que son effet pédagogique, qui n'est pas exprimé comme une interdiction mais comme une règle de conduite des émetteurs, est important[3].

Sur la base de cette décision, il faudra à l'avenir que la Commission des sanctions puisse prouver que l'émetteur savait (ou aurait dû savoir) que l'information diffusée était fautive ou trompeuse, alors même qu'aucun élément intentionnel n'était requis sur le fondement de l'article 223-1 du RGAMF. Cela pourrait en conséquence constituer un





infléchissement sensible de la pratique passée de la Commission des sanctions.

Il conviendra donc de suivre les prochaines décisions de la Commission des sanctions et (éventuellement) des juridictions de recours qui viendront confirmer, ou au contraire, infléchir cette position.

2. La connaissance de la dégradation du résultat opérationnel ne constitue pas toujours une information privilégiée

Dans la seconde décision[4], il était reproché à un actionnaire d'une société cotée de biotechnologie d'avoir cédé un bloc de titres juste avant la publication des résultats du 1^{er} semestre 2014 faisant apparaître un résultat opérationnel courant négatif en forte augmentation comparativement au déficit constaté au titre du 1^{er} semestre 2013. La question principale portait sur la qualification de l'information relative à la dégradation du résultat opérationnel au regard des critères de l'information privilégiée, qualification nécessaire à l'effet de sanctionner une éventuelle opération d'initié.

De façon traditionnelle, une information n'est privilégiée qu'à la condition d'être susceptible d'influencer de façon sensible le cours de l'instrument financier de l'émetteur concerné et de constituer ainsi une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

La Commission des sanctions précise que la satisfaction de ce critère s'apprécie au regard des éléments disponibles *ex ante* et en tenant compte de l'activité et du contexte propres à chaque émetteur. Or, pour écarter en l'espèce la qualification d'information privilégiée, elle relève que :

- > Le caractère déficitaire des résultats de la société ne constitue pas, en principe, un élément déterminant pour le marché en raison de la nature de son activité de biotechnologie en phase de développement.
- > Les 59 notes d'analyse consacrées à la société publiées avant la cession litigieuse révèlent que l'attention des analystes se portait sur les résultats cliniques, le potentiel de chiffre d'affaires, la situation des sociétés concurrentes ainsi que la trésorerie, et non sur le résultat opérationnel courant.
- > Au cours des trois exercices ayant précédé la publication du résultat opérationnel courant concerné, le marché n'a pas été sensible à l'évolution de cet indicateur.
- > L'absence de conformité aux attentes du marché n'implique pas, en tant que telle, une sensibilité du marché à cette information.
- > L'évolution négative du cours consécutive à l'annonce du résultat opérationnel courant concerné au cours des quatre séances consécutives constitue un événement postérieur à la révélation de l'information qui ne peut ainsi être retenu (en plus d'être en l'espèce inopérant).

Cette décision confirme la nécessité de se livrer à une appréciation *in concreto* de la situation examinée afin de pouvoir déterminer à quel critère en particulier peut se référer un investisseur raisonnable aux fins de fonder sa décision d'investissement. En fonction du secteur d'activité de l'émetteur certains indicateurs peuvent, en effet, s'avérer plus ou moins pertinents.

A cet égard, on relèvera que la Commission des sanctions a déjà considéré que le chiffre d'affaires - même s'il s'agit d'un indicateur moins pertinent que le résultat peut être considéré comme susceptible de fonder une décision d'investissement lorsqu'il est mis en relation avec d'autres éléments comptables et à condition de tenir compte des particularités de chaque secteur d'activité[5]. Par ailleurs, dans une autre décision récente[6], la Commission des sanctions a retenu que la dégradation significative du résultat opérationnel courant satisfaisait en l'espèce au critère de sensibilité de l'information car cet élément représentait l'un des indicateurs importants de la performance de la société concernée et il n'était pas établi que le marché pouvait anticiper sa dégradation significative.

Enfin, la Commission des sanctions a également déjà retenu que l'annonce de commandes pouvait en soi, quand bien même ces dernières ne préfigurent pas forcément une amélioration de la rentabilité de la société à terme, constituer une information privilégiée guidant un investisseur raisonnable dans ses arbitrages[7].

[1] Décision n°11 de la Commission des sanctions du 2 novembre 2017.

[2] Le Règlement MAR sanctionne en tant que manipulation de marché le fait de « *diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier [...], alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses* (articles 12.1 c et 15 du Règlement MAR).



[3] Cf. consultation publique du 20 avril 2016 sur les modifications à apporter au RGAMF et à la doctrine «Emetteur» en vue de l'entrée en application du Règlement MAR.

[4] Décision n°10 de la Commission des sanctions du 29 septembre 2017.

[5] Cour d'appel de Paris du 23 février 2010 n°09-08268 (pouvoi rejeté par la suite par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans un arrêt n°10-15866 du 29 mars 2011).

[6] Décision n°8 de la Commission des sanctions du 20 juin 2017.

[7] Décision de la Commission des sanctions du 2 juin 2015 (et arrêt de la Cour d'appel de Paris du 31 mars 2016).

