

RECOMMANDATION DE L'AMF SUR L'INFORMATION FINANCIERE DIFFUSEE PAR LES SOCIETES EN DIFFICULTE

L'Autorité des marchés financiers, chargée par la loi de veiller à la bonne information des investisseurs¹, a témoigné depuis plusieurs années de sa préoccupation, auprès des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires, en matière d'information financière du marché s'agissant des sociétés en difficulté, dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé.

Les administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires sont, dans cette hypothèse, face à une double problématique, celle, d'une part, des sociétés en difficulté, et celle, d'autre part, du droit boursier et plus particulièrement des nécessités de l'information du public dans les conditions fixées par les dispositions législatives et réglementaires applicables, et notamment par le règlement général de l'AMF.

Si l'AMF a dû rappeler à un certain nombre de sociétés leurs obligations d'information du marché au titre des dispositions de son règlement général, il convient de relever que les administrateurs judiciaires incitent généralement les dirigeants à porter à la connaissance de l'AMF les décisions d'ouverture des procédures de prévention des difficultés de leur entreprise mais également des procédures collectives et des décisions judiciaires au fur et à mesure de leurs interventions.

En 2000, une « notice d'information sur l'incidence des procédures de prévention, de redressement et de liquidation judiciaires sur la réglementation boursière » avait été élaborée par la Commission des opérations de bourse en concertation avec le Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires, et adressée à tous les administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires.

Les réformes intervenues, au plan législatif, en 2005² et, plus récemment, en 2008³, concernant le droit des entreprises en difficulté, et en 2009⁴ concernant la réforme de l'appel public à l'épargne, ainsi qu'au plan réglementaire, avec l'adoption de nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF, conduisent l'AMF à publier une nouvelle recommandation mise à jour sur l'information financière diffusée par les sociétés en difficulté.

.../...

¹ Article L. 621-1 du code monétaire et financier.

² Loi du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises.

³ Ordonnance du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté.

⁴ Ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

1. Rappel des principes applicables en matière d'obligation d'information du public

L'AMF rappelle aux sociétés en difficulté leurs obligations d'information du public au titre de l'information permanente. L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère (article 223-1 du règlement général de l'AMF).

Le principe de transparence : obligation pour tout émetteur de diffuser dès que possible toute information privilégiée qui le concerne directement.

Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée telle que définie à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, c'est-à-dire une information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de l'instrument financier de l'émetteur - et qui le concerne directement (article 223-2 du règlement général de l'AMF).

Cette information doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué diffusé de manière effective et intégrale et elle doit être mise en ligne sur le site internet de l'émetteur (article 223-9 du règlement général de l'AMF).

L'exception : possibilité pour l'émetteur de différer la publication d'une information pour protéger ses intérêts légitimes (article 223-2 du règlement général de l'AMF).

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 ;
- l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière, et en particulier :
 - 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 ;
 - 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 indue de cette information ;
 - 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.

Exemples de situations concernées par la défense des intérêts légitimes. Les intérêts légitimes peuvent, notamment, concerner les situations suivantes :

- 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 ;
- Décisions prises ou contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, si la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, est de nature à fausser leur correcte appréciation par le public.

Quant à l'information périodique, les obligations y afférentes demeurent applicables aux sociétés en difficulté.

2. L'information financière donnée au marché par les sociétés en difficulté

De manière générale, quelle que soit la nature de la procédure engagée - mandat *ad hoc*, conciliation (procédures de prévention), sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaire (procédures collectives) - l'émetteur reste redevable d'informations au marché. **Le déclenchement d'une telle procédure et son exécution dans le temps ne suspend pas, par principe, les obligations d'informations imposées par la réglementation boursière.** S'agissant des sociétés cotées, la question de l'information du marché est cruciale (il en a besoin) et sensible pour les sociétés en ce que des risques commerciaux ou sur les négociations en cours peuvent découler de la diffusion de certaines informations.

L'information financière périodique (annuelle, semestrielle et trimestrielle) est en effet due au marché, quelles que soient les difficultés auxquelles fait face la société cotée et sa situation au regard du déclenchement d'une procédure de prévention.

La mise en œuvre de l'information dite permanente est plus complexe. De manière générale, elle continue à être de pleine application, quelle que soit la situation de la société cotée : tout émetteur doit en effet, dès que possible, diffuser toute information privilégiée susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de l'instrument financier de l'émetteur et qui le concerne directement. **A ce titre, le marché doit être informé du déclenchement d'une procédure collective. En revanche, s'il n'a pas à être informé du déclenchement d'une procédure de prévention (mandat *ad hoc*, conciliation) dès lors qu'elle reste confidentielle, le marché doit connaître la situation financière générale de l'entreprise et son évolution récente.**

Pour autant ce principe connaît une exception tenant à la possibilité de différer légitimement la publicité de cette information afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, également connue dans la pratique sous la dénomination de « mise sous embargo » de l'information. Elle tient dans la faculté pour l'émetteur de procéder à la rétention vis-à-vis du marché de l'information, sous réserve de satisfaire cumulativement les trois conditions suivantes : (i) ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur, (ii) ne pas risquer d'induire le public en erreur et (iii) être en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière.

Les intérêts légitimes peuvent notamment concerner l'hypothèse suivante : 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 dans le temps** (quelques jours, voire quelques semaines tout au plus) 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.

Le renforcement de l'obligation de confidentialité qui prévaut depuis la réforme de 2005, applicable aux seules procédures de prévention, modifie donc la mise en œuvre de l'obligation d'information permanente.

Il faut, dès lors, distinguer les sociétés soumises à une procédure de prévention (mandat *ad hoc*, conciliation) et celles soumises à une procédure collective (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaires).

2.1. Les procédures de prévention

Dans le cadre des procédures de prévention (mandat *ad hoc*, conciliation), se trouve posée la question de l'articulation de normes en apparence contradictoires : la confidentialité au titre des procédures de prévention des difficultés des entreprises sur le fondement de l'article L. 611-15 du code de commerce, d'une part, et l'obligation de transparence posée par les articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'obligation de confidentialité s'applique à « toute personne qui est appelée à la procédure de conciliation ou à un mandat *ad hoc* ou qui, par ses fonctions, en a connaissance ». Elle ne concerne donc

ni la procédure de sauvegarde, ni les procédures de redressement et de liquidation judiciaires qui reposent, de par leur nature judiciaire, sur la publicité, en raison de la suspension des poursuites qu'elles emportent.

Ce principe de confidentialité ne saurait pour autant conduire l'émetteur à ne donner aucune information ni à l'AMF ni au marché sur sa situation financière.

Il est au contraire recommandé, tout en maintenant la confidentialité de la procédure en cours, de tenir le marché informé de l'aggravation de la situation de trésorerie et de tout fait nouveau dans l'activité et ce, de façon très régulière.

2.1.1. Information de l'AMF sur le déclenchement de la procédure de prévention

Dans cette situation, il est recommandé aux sociétés d'avertir l'Autorité des marchés financiers dès l'ouverture d'une procédure et de l'informer par la suite de l'évolution dans le temps de cette dernière. L'AMF ainsi informée, tout en conservant la confidentialité de l'information, sera alertée sur une situation qui nécessite une vigilance particulière au regard des obligations d'information de la société et du fonctionnement du marché.

Cette information qui peut prendre la forme d'une réunion à l'AMF avec le dirigeant, l'administrateur judiciaire (ou le mandataire *ad hoc*) et les commissaires aux comptes, permet d'afficher la volonté de transparence de l'entreprise et d'instaurer un dialogue avec le régulateur.

Ce souhait de l'AMF d'être informée de l'existence d'une procédure de prévention vise uniquement à permettre l'instauration d'un dialogue régulier avec la société en difficulté en liaison avec le mandataire ou administrateur judiciaire et de vérifier que l'information financière par la suite communiquée par la société est adéquate.

Afin de préserver la confidentialité de l'information qui lui est transmise concernant le déclenchement d'une procédure de prévention, l'AMF a désigné deux personnes qui seront les contacts privilégiés des administrateurs souhaitant procéder à cette information, selon le secteur concerné par la société :

- Département Industrie-Services, Distribution, Haute-technologie : Mme Priouret ;
- Département Industrie-Immobilier, Biens de consommation, Banques, Assurance, Titres de créance : Mme Blum-Biraud.

2.1.2. Information du marché sur la situation financière de l'émetteur (état et niveau des difficultés rencontrées)

Aussi, tout en préservant la confidentialité de la procédure en cours, l'émetteur est invité régulièrement, notamment à l'occasion de la publication des données comptables annuelles, semestrielles et trimestrielles ou de toute autre information significative, à informer le marché sur l'état des difficultés rencontrées, et notamment de l'évolution de son niveau d'endettement et de trésorerie disponible. Dans tous les cas, le résultat des négociations doit être communiqué au marché, compte tenu de son impact sur la situation financière de l'émetteur.

2.2. Les procédures collectives

En cas d'ouverture des procédures de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires, le code de commerce n'impose aucune confidentialité particulière. Au contraire, il prévoit que les jugements d'ouverture des procédures de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaires donnent lieu à une publicité au Bulletin des annonces civiles et commerciales, dans un journal d'annonces légales et au registre du commerce et des sociétés. L'émetteur, de son côté, est redevable, sous le contrôle de l'administrateur judiciaire, d'une information du marché, dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF.

La société doit donc informer, non seulement l'AMF, mais également le marché dès l'ouverture de la procédure, en précisant son calendrier prévisionnel. Les modifications éventuelles de ce dernier doivent également être publiées sans délai. Lors de chaque échéance significative et, en particulier, à la date limite de réception des offres par l'administrateur judiciaire, l'émetteur doit envisager, en concertation avec l'administrateur judiciaire, la publication d'une communication financière adéquate.

Il est rappelé que l'émetteur et/ou le dirigeant peuvent faire l'objet d'une sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF en cas de manquements aux dispositions du règlement général de l'AMF. Lorsque l'administrateur judiciaire est investi d'une mission pleine d'administration de la société, il est responsable de l'information communiquée au marché et, à ce titre, peut être personnellement sanctionné par la Commission des sanctions de l'AMF.

Enfin, ces situations de difficultés financières se traduisent souvent par la nécessité pour les émetteurs de procéder à des recapitalisations par conversion de créances et/ou apports de fonds. Ces opérations, soumises au visa de l'AMF, sont souvent très délicates et nécessitent par conséquent une présentation préalable en amont aux services de l'AMF afin de s'assurer de leur conformité avec la réglementation en vigueur.