

Vote *ex-post* : première !



La loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2, entre en vigueur cette année pour sa partie relative au vote *ex post*. Les assemblées générales annuelles devront donc comprendre une résolution visant à approuver les éléments de rémunération des dirigeants-mandataires sociaux.

Au titre de ces dispositions, l'assemblée générale sera amenée à approuver (i) les éléments de rémunération fixes versés ou attribués au titre de l'exercice antérieur et (ii) les montants de rémunération variables et exceptionnels dus au titre de l'exercice antérieur préalablement à leur versement effectif.

D'un point de vue pratique, l'assemblée générale devra comprendre autant de résolutions qu'il y a de dirigeant-mandataire social.

Les éléments de rémunération variables et exceptionnels ne pourront être versés au dirigeant-mandataire social concerné qu'en cas de vote positif de l'assemblée générale. En revanche, le vote de l'assemblée générale n'aura aucun effet sur la rémunération fixe effectivement perçue. Cette rémunération fixe restera donc acquise même en cas de vote négatif de l'assemblée générale.

De nombreuses questions restent cependant encore en suspens comme notamment en cas de vote négatif de la possibilité ou non pour le conseil d'administration de revoir sa copie et de soumettre à une assemblée générale ultérieure une nouvelle résolution prévoyant une rémunération révisée.

L'incertitude de l'appréhension effective par le dirigeant-mandataire social de sa rémunération variable ou exceptionnelle ne va-t-elle pas conduire à une augmentation significative de la rémunération fixe et une diminution corrélative des rémunérations variables et exceptionnelles ?

Les décisions prises par l'AMF concernant la conformité des projets d'offre publique peuvent-elles être réformées par la cour d'appel de Paris ?

La question du pouvoir de la cour d'appel de Paris de réformer une décision de conformité ou d'absence de conformité d'un projet d'offre publique prise par l'AMF a fait l'objet de nombreux débats. Il s'agit en d'autres termes de déterminer si la cour d'appel de Paris, compétente en cas de contestation relatives aux offre publiques, a le pouvoir non seulement de se prononcer sur le bien-fondé ou non de la décision prise par l'AMF mais aussi de se substituer à celle-ci pour déclarer conforme l'offre publique après en avoir modifié le cas échéant les conditions et les modalités.

Il convient de déterminer à cet égard si les recours présentés devant la cour d'appel de Paris sont en cette matière des recours pour excès de pouvoir ou des recours de pleine juridiction. Cette distinction résulte de ce que les contentieux sur lesquels la cour d'appel de Paris doit se prononcer sont des contentieux administratifs.

La jurisprudence n'a pas tranché cette difficulté. Ainsi une décision de la cour d'appel de Paris (CA Paris, 16 septembre 2003, RJDA 7/04, n°837) a admis le principe de la pleine juridiction dans la formulation suivante : « *le respect des droits des actionnaires minoritaires [est] garanti par l'ensemble des règles légales et réglementaires visant à assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché, et par le recours ouvert devant la cour d'appel de Paris qui est un recours de pleine juridiction, exercé toutefois dans la limite des compétences et des pouvoirs confiés à l'autorité contrôlée par le juge* ». Il a toutefois pu être observé qu'il ne s'agissait en l'espèce que d'un *obiter dictum* (c'est-à-dire d'une observation incidente), la question de la nature du recours n'étant pas posée à la cour d'appel.

Dans une autre espèce (CA Paris, 13 septembre 2005, note D. Schmidt et M. Delespaul), la cour d'appel de Paris a annulé une décision de l'AMF aux termes de laquelle il n'y avait pas lieu au dépôt d'une offre publique obligatoire. Mais la cour d'appel a en outre enjoint les parties concernées à déposer un projet d'offre publique d'achat à des conditions telles qu'il devra être déclaré recevable par l'AMF. Cette décision constituait-elle l'affirmation de la pleine juridiction de la cour et par conséquent de son pouvoir de réformation ? La réponse n'est pas évidente car il a été observé d'une part que la question de la nature du recours n'était pas abordée dans l'arrêt et d'autre part que la cour d'appel tirait seulement les conséquences de sa décision, tout en laissant à l'AMF le pouvoir de prononcer ou non la recevabilité de l'offre.

En l'absence d'une jurisprudence bien établie, la doctrine est restée partagée. Certains auteurs considèrent que la cour d'appel de Paris doit pouvoir exercer les pouvoirs qui lui sont généralement dévolus en ce compris le pouvoir de réformation. D'autres auteurs considèrent que la cour d'appel de Paris doit se prononcer uniquement sur le bien-fondé de la décision prise par l'AMF sans pouvoir se substituer à cette dernière pour procéder à l'examen de l'ensemble des questions soulevées par l'offre publique. Il lui serait en effet difficile d'accomplir une telle tâche, le juge n'ayant pas nécessairement les moyens de se livrer aux analyses économiques et financières inhérentes à de telles opérations.

C'est dans un tel contexte que la Cour de cassation s'est prononcée récemment (Cass. com., 5 juillet 2017, n°15-25121, Eurodisney, PB) dans les termes suivants : « *la cour d'appel a retenu à bon droit que, quoique ne disposant que d'un pouvoir d'annulation et non de réformation, elle avait été saisie dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les qualités prescrites par l'article 6 de la convention européenne des droits de l'homme* ».

Comme le relève Monsieur Gaudemet, cette affirmation était en réalité étrangère à la motivation de la cour d'appel dont elle paraît se recommander et elle était en outre surabondante, l'article 6 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales ne faisant pas de l'exercice d'un pouvoir de réformation une condition du droit à un procès équitable. (Gaudemet A, « La cour d'appel de Paris n'a pas le pouvoir de réformer les décisions prises par l'AMF en matière de conformité des projets d'offre publique », Bull. Joly Bourse, septembre-octobre 2017, p.339) Toutefois, et même si ce passage de l'arrêt, doit être considéré comme un *obiter dictum*, il exprime désormais la position de la Cour de cassation selon laquelle la cour d'appel de Paris ne dispose pas d'un pouvoir de réformation des décisions de l'AMF en matière de conformité des projets d'offre publique.

L'information financière communiquée par les sociétés cotées

Que sait-on habituellement sur la communication des sociétés cotées ? Qu'elles doivent communiquer à dates régulières des informations périodiques selon des formats prédéfinis et diffuser dès que nécessaire des informations permanentes c'est-à-dire des informations non publiques qui si elles étaient rendues publiques seraient susceptibles d'influencer de façon sensible le cours de bourse.

Pourtant, qu'elles soient permanentes ou périodiques, ces informations ont des caractéristiques communes. Elles doivent être de qualité. Elles doivent, au surplus, être diffusées simultanément et de manière identique aux analystes financiers et au public par application du principe d'égalité d'accès à l'information.

Ces éléments ont été récemment précisés dans une décision de la commission des sanctions en date du 2 novembre 2017.

Reprenons successivement ces deux points.

1 – Le règlement et l'information de qualité

En communiquant des informations, tout émetteur est soumis à une obligation relative à la qualité de l'information. Jusqu'à l'entrée en vigueur du règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après « règlement MAR »), les dispositions moins douces de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF stipulant que « *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* » s'appliquaient.

Le règlement MAR prévoit quant à lui que constitue un cas de manipulation de marché le fait de diffuser des informations qui donnent ou qui sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses.

Ces nouvelles dispositions se sont substituées à celles de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF. Le nouveau texte ne réprime pas la diffusion d'une information seulement imprécise. Il exige de surcroît deux éléments constitutifs supplémentaires : doivent coexister (i) la circonstance que les informations litigieuses donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses et (ii) la connaissance, avérée ou supposée, du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée.

Au cas d'espèce, l'émetteur coté sur Euronext avait indiqué dans un communiqué du 16 septembre 2014 que le résultat net semestriel de la société était de 0,2 million d'euros et qu'elle avait cédé une partie de ses activités.

Le lendemain, soit le 17 septembre 2014, la société a fait état au cours d'une réunion d'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 ainsi que d'un résultat net de ses activités cédées de - 8,3 millions d'euros.

Le 18 septembre 2014, une note était publiée par des analystes financiers et non par l'émetteur reprenant les éléments chiffrés communiqués la veille par la société.

Dans un communiqué du 19 septembre 2014, l'émetteur a publié de nouveau ses résultats semestriels en ajoutant dans le tableau présentant ses agrégats financiers, la mention « des activités poursuivies » sur la ligne afférente au résultat net.

Le 30 septembre 2014, l'AMF a interrogé l'émetteur sur la différence entre le résultat net de 0,2 million d'euros mentionné dans son communiqué du 16 septembre et le résultat net part du groupe indiqué dans la note d'analyse financière du 18 septembre (- 8,1 millions d'euros) et l'a invité, le cas échéant, à porter ce dernier résultat à la connaissance du public par un communiqué rectificatif.

Le 10 octobre 2014, l'émetteur a publié un nouveau communiqué corrigeant et complétant ceux des 16 septembre et 19 septembre 2014 qui faisait apparaître le résultat net des activités cédées et le résultat net total respectivement de - 8,3 et - 8,1 millions d'euros.

La commission des sanctions devait conclure que les informations diffusées par l'émetteur sur ses résultats semestriels dans les communiqués des 16 et 19 septembre 2014, ambiguës et incomplètes, étaient de nature à induire le public en erreur sur la réalité des performances réalisées et, ainsi, ont donné ou ont été susceptibles de donner des indications trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours de l'émetteur.

La commission des sanctions a conclu en outre qu'il ressortait des explications des mis en cause qu'ils avaient décidé de ne pas procéder à l'annonce du résultat net de l'activité cédée afin de favoriser la reconduction des contrats transférés à l'acquéreur de ladite activité cédée et de différer celle du résultat net consolidé jusqu'à la publication du rapport financier semestriel et que c'était donc en toute connaissance de cause que l'émetteur avait donné au public une information incomplète dans les deux communiqués des 16 et 19 septembre 2014.

Désormais, avant de prononcer des sanctions du chef d'une information fausse ou trompeuse, la commission des sanctions devra établir que la société émettrice ou ses dirigeants savaient ou auraient dû savoir que les informations publiées étaient fausses ou trompeuses.

2 – Egalité d'accès à l'information

Dans cette même décision la commission des sanctions rappelle que les sociétés cotées doivent impérativement respecter le principe d'égalité d'accès à l'information entre les analystes financiers et le public par application des dispositions de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF. Cet article prévoit 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* ».

Il résulte de ce texte sans équivalent dans le règlement MAR que les émetteurs doivent assurer une égalité d'accès aux sources et canaux d'information entre analystes et investisseurs.

Au cas d'espèce, la commission des sanctions a fait remarquer que l'émetteur n'avait pas prévu « *de dispositif permettant au public de suivre, de réécouter ou de prendre connaissance du support de présentation ou de la retranscription de la réunion SFAF (Société Française des Analystes Financiers) du 17 septembre 2014 et des informations communiquées à cette occasion* ».

La commission des sanctions fait, en outre, observer que les représentants de l'émetteur avaient volontairement « *opéré une distinction entre les informations délivrées aux analystes financiers qualifiés par l'émetteur « de gens avertis à qui l'on peut expliquer les choses » à l'occasion de la réunion SFAF par opposition au public qui comprendrait moins bien et avec lequel il suffirait d'échanger par voie de communiqué de presse.*

AUTEURS

Jean-Yves MARTIN
Associé

Bernard LAURENT-BELLUE
Of Counsel

Bruno LAFFONT
Counsel