



« Toulouse Capitole Publications » est l'archive institutionnelle de
l'Université Toulouse 1 Capitole.

***DÉLIT D'INITIÉ : LE NON-PAIEMENT D'UN DIVIDENDE DU PLAN DE CONTINUATION
EST UNE « INFORMATION PRIVILÉGIÉE »***

*(AMF, COMMISSION DES SANCTIONS 17 AVR. 2019, SAN-2019-04, BJB 2019. 12, NOTE J.-P. PONS-HENRY ET A.
TERRADE ; APC 2019, COMM. 175, A. TEHRANI ; RPC 2019. REPÈRE, M. MENJUCQ)*

HÉLÈNE POUJADE

Référence de publication : **RTD Com. 2019 p.1001**

Pour toute question sur Toulouse Capitole Publications,
contacter portail-publi@ut-capitole.fr

**DÉLIT D'INITIÉ : LE NON-PAIEMENT D'UN DIVIDENDE DU PLAN DE CONTINUATION EST
UNE « INFORMATION PRIVILÉGIÉE »**

(AMF, COMMISSION DES SANCTIONS 17 AVR. 2019, SAN-2019-04, BJB 2019. 12, NOTE J.-P. PONS-HENRY ET A. TERRADE ; APC 2019, COMM. 175, A. TEHRANI ; RPC 2019. REPÈRE, M. MENJUCQ)

Si, à l'origine, les procédures collectives de paiement avaient un caractère sanctionnateur marqué, le nombre de sanctions prononcées reste rare (v. : Rapport 2019 - Commission APCEF : Les sanctions en procédures collectives, prés. C. Fave et dir. scientifique : C. Saint-Alary-Houin). Ce qui est vrai à l'endroit des sanctions traditionnelles l'est davantage encore lorsque sont convoquées celles couchées dans d'autres codes. Les procédures collectives n'ont ainsi jamais été un terreau fertile à l'application des infractions visées au code monétaire et financier. À ce titre, la décision portant sanction par l'Autorité des marchés financiers (AMF) du délit d'initié commis à l'occasion du non-paiement d'un dividende d'un plan de continuation mérite d'être rapportée.

À la suite de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre de la SA *Montaigne Fashion Group - MFG*, dont les actions étaient négociées sur Euronext Paris, le tribunal de commerce de Paris adoptait un plan par voie de continuation en octobre 2010. Celui-ci prévoyait notamment un apurement du passif de la société émettrice, s'élevant à 3,5 millions d'euros, sur une durée de 10 ans, à raison du paiement d'une échéance annuelle. Ce tribunal acceptait en juin 2014 la demande de MFG de rééchelonner les échéances du plan, en réduisant significativement le montant du 3^e dividende tout en augmentant celui des annuités 4 à 10. Or, l'émetteur n'ayant pas honoré à l'échéance le paiement du 4^e dividende d'un montant de 322 832 € et en l'absence de toute régularisation, une requête aux fins de résolution le 24 février 2015 par le commissaire à l'exécution du plan. Deux jours plus tard, la cotation des actions MFG était suspendue par Euronext à la demande de la société. En suivant, au 1^{er} juillet 2015, le tribunal de commerce de Paris prononçait la résolution du plan de continuation et, en conséquence, la liquidation judiciaire de MFG après avoir fixé la date de cessation des paiements au 14 octobre 2014. C'est dans ce contexte que le secrétaire général de l'AMF décidait d'ouvrir l'année suivante

une enquête portant sur l'information financière et le marché du titre MFG. En effet, il ne faut pas négliger le fait qu'« une société cotée en difficulté est avant tout une société cotée » (APC 2019, comm. 175, A. Tehrani). Aussi les exigences propres à la régulation financière : à savoir la protection de l'épargne investie dans les produits financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, n'ont pas à céder devant les impératifs des procédures collectives (RPC 2019. Repère 5, M. Menjucq).

Il était ainsi reproché à l'émetteur d'avoir méconnu les exigences de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF en manquant à son obligation de communiquer « dès que possible », en l'occurrence à compter du 14 octobre 2014, l'information privilégiée selon laquelle elle avait failli dans l'exécution de son plan de continuation. De surcroît, son président directeur général et directeur général délégué étaient également inquiétés pour avoir profité de ce différé pour céder les actions de la société cotée en difficulté qu'ils détenaient par l'intermédiaire de sociétés qu'ils dirigeaient. Il revenait donc à la commission des sanctions de l'AMF de déterminer si l'information du non-paiement du dividende du plan à l'échéance comme du dépôt d'une requête en résolution du plan qui s'en est suivi, constituait une « information privilégiée » au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF applicable à l'espèce. Pour ce faire, la commission livre une analyse très soignée de chacun des critères de qualification. Elle juge tout d'abord que le non-paiement à sa date d'échéance du 4^e dividende, comme l'absence de régularisation malgré la sollicitation insistante du commissaire à l'exécution du plan, constituait un fait révélateur des difficultés financières de la société qui se trouvait dès lors dans l'incapacité de faire face à cette dette exigible. Surtout, ce défaut de respect d'une échéance qui avait été judiciairement reportée seulement quelques mois auparavant était de nature à mettre en péril la continuité de son exploitation. De fait, cela constituait une cause de résolution dudit plan et d'ouverture subséquente d'une liquidation judiciaire. Une telle information risquant d'emporter un effet négatif sur le cours de l'action MFG, elle devait ainsi être regardée comme « précise », au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF et ce, à compter du 14 octobre 2014 (point 43). L'absence de publicité de l'information en cause n'était, quant à elle, pas contestée. Ce n'est en effet qu'à l'occasion du communiqué de presse de la société au 27 avril 2015, soit plus de 6 mois après que celle-ci ait revêtu un caractère privilégié, qu'elle a été rendue publique sans que ce différé ne puisse être justifié (points 44 et 54).

Il restait enfin à observer le caractère sensible de l'influence de l'information sur le cours du titre. Or, en raison de la modification du plan de continuation opérée quatre mois seulement avant que MFG ne soit défaillante dans son exécution, le marché ne pouvait anticiper que la continuité de la société soit ainsi mise en danger par un nouvel irrespect du calendrier des remboursements. Ce d'autant qu'à cette époque, la communication de MFG était résolument optimiste. Aussi, nonobstant la faiblesse du cours de l'action, l'information en cause portait sur un évènement risquant d'entraîner la perte de toute valeur dès lors qu'un investisseur raisonnable aurait pu l'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions de désinvestissement (point 48). De ce fait, elle était susceptible, si elle avait été rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours du titre MFG. À l'appui de chacun de ces critères, tels que définis à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, la commission des sanctions ne manque pas de caractériser l'information en cause en « information privilégiée ».

Il s'ensuit alors l'application de l'article 622-1 du texte susvisé, lequel, dans sa version applicable aux faits de l'espèce, indiquait que : « Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés ». Or, il était précisément reproché aux dirigeants de la société émettrice d'avoir manqué aux obligations d'abstention portées par ce texte et profité du différé dans la communication de l'information litigieuse pour céder, entretemps, les actions de la société cotée en difficulté qui étaient détenues par des sociétés que ces derniers dirigeaient. À ce titre, le manquement d'initié est non seulement imputable au directeur général délégué de MFG, qui, en sa qualité d'initié primaire, est présumé avoir utilisé indûment pour le compte de ces sociétés l'information privilégiée en cause à l'occasion de ces opérations de cession, mais également aux sociétés au nom et pour le compte desquelles il est intervenu en sa qualité de gérant. Ce manquement est également imputable à son président-directeur général, faute pour ce dernier d'être parvenu à écarter la présomption qui pèse sur lui en démontrant qu'il n'a pas exploité de manière indue l'avantage que lui conférait la détention de cette information (point 188). Au contraire, la chronologie des évènements, le caractère atypique des cessions, l'économie de perte de

75 000 € réalisée grâce aux deux opérations de cession passées les 24 février 2015 (cession de 1 million de titres pour 50 000 €) et le 26 février 2015 (cession de 50 000 titres pour 25 000 €), ainsi que l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, constituent des indices graves, précis et concordants qui suffisent, en l'absence de preuve directe, à démontrer la détention d'une information privilégiée. Aucune de ces présomptions n'est d'ailleurs renversée par le fait que l'intégralité des sommes perçues à l'occasion des cessions litigieuses, quoique modiques dans leur montant, ait été destinée à refinancer l'émetteur par apport en compte courant. Pour la commission des sanctions, seule la démonstration de l'impossibilité absolue de les reporter, ainsi que de leur caractère strictement nécessaire, l'aurait permis. Chacun de ces manquements d'initiés conduira au prononcé de diverses sanctions (CMF, art. L. 621-15, II, c) : l'émetteur a été sanctionné à 90 000 €, le président-directeur général et le directeur général délégué ont été respectivement sanctionnés à hauteur de 250 000 € et de 180 000 €, enfin leurs *holdings* familiales à hauteur de 10 000 €, 75 000 € et 225 000 €, sans oublier la publication de la décision non anonymisée sur le site internet de l'AMF pour une durée fixée à 5 ans. Aucun des recours formés à l'encontre de la décision commentée ni même des requêtes aux fins de sursis à exécution n'ont abouti (Paris, 20 juin 2019, RG n° 19/07281 ; Paris, 5-7, ord. premier prés., 10 juill. 2019, RG n°s 19/11036 et 19/11066).