

On voit bien que l'exigence de transparence c'est la même chose que l'exigence d'égalité entre actionnaires qui débouche sur la notion de juste prix ou de prix équitable.

Par rapport à ce principe, la COB a organisé la communication des informations au public, notamment à travers l'article 98-07 relatif à l'obligation d'informations publiques qui précise que l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère. Cet article précise également :

« Toutefois, il peut prendre la responsabilité de décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité. »

Cette exception, on le voit, est conditionnée par le fait qu'il n'y ait pas de rupture d'égalité entre les investisseurs. Il faut que l'entreprise puisse assurer la confidentialité pour que personne ne puisse profiter indûment de cette information. Il faut donc qu'il n'y ait pas de rumeur.

Quel est le lien avec la procédure collective ? On peut à cet égard évoquer que le Conseil National des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises a élaboré, en février de l'année dernière, une notice d'information sur l'incidence des procédures de prévention, de redressement, de liquidation judiciaire qui note la difficulté de mise en œuvre simultanée du droit boursier, du droit des procédures collectives, préconise d'informer la COB des procédures en cours en s'appuyant sur l'exception prévue par l'article 98-07.

Cette note rappelle la distinction entre la phase de prévention pour laquelle la loi de 1984 préconisait la confidentialité, la discrétion et la loi de 1985 qui ne la prévoit pas. Elle rappelle aux mandataires qu'il leur revient, dès lors que l'ouverture et toute autre étape intervenue est susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre de procéder à l'information du public.

La COB a salué cette initiative en souhaitant que les délais d'information soient les plus rapprochés possibles.

On voit bien que la contradiction se situe dans le déroulement de la procédure d'alerte, qu'elle soit déclenchée par les commissaires aux comptes, le comité d'entreprise ou le tribunal de commerce. C'est dans ce cadre là que l'article 38 de la loi de 1984 précise que toute personne appelée au règlement amiable ou qui, par ses fonctions, en a connaissance, est tenue au secret professionnel et s'expose, en cas de révélations, à des sanctions pénales.

Que se passerait-il si des rumeurs conduisaient certaines personnes à révéler que la procédure en cours conduit au règlement amiable ? On pourrait envisager des actions en responsabilité civile. En pratique, à ce jour, il ne semble pas que la COB ait sanctionné la circulation de rumeurs dans le cadre d'une procédure d'alerte, associées à une présentation difficile ; elle sanctionne la non communication lors de la phase de procédure collective.

Par ailleurs un autre point mérite d'être mentionné c'est qu'il n'existe pas de lien automatique entre la procédure collective et la radiation de la COB ce qui constitue un inconvénient majeur. Il a fallu attendre la loi de finances 2000 pour que l'on permette à l'actionnaire détenteur de titres non radiés de déclarer la

## ■ EXIGENCE DE TRANSPARENCE POUR L'INFORMATION FINANCIÈRE DANS LE DOMAINE BORSIER ET CARACTÈRE SECRET DU RÈGLEMENT AMIABLE

par M. le Professeur Maurice NUSSENBAUM

Professeur à l'Université Paris-Dauphine  
Président de la Compagnie des Experts judiciaires financiers

Au risque de décevoir notre Président, je ne vais pas parler des procédures collectives dans le cas des sociétés cotées. Ce sujet a été abordé fort brillamment par le Procureur lors de l'audience solennelle de rentrée de ce tribunal le 12 janvier dernier. Il a également été abordé par Mme Pencheon, responsable juridique à la COB, qui donne des conseils très utiles.

Je vais parler d'une contradiction ou d'une compatibilité difficile entre l'exigence de transparence pour l'information financière dans le domaine boursier et le caractère secret dans la procédure de règlement amiable. C'est ajouter une autre religion à celle qu'évoquait Georges Teboul puisque c'est la religion de la théorie financière.

Pour celle-ci une place financière n'est saine et réputée que si les investisseurs bénéficient tous au même moment des mêmes informations et que personne n'est en position d'utiliser une information confidentielle pour intervenir sur le marché.

Le Conseil de l'Europe dans une directive du 13 novembre 1989 a précisé que la confiance repose, en outre, sur la garantie donnée aux investisseurs qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et cette conception repose sur le caractère de bien public de l'information c'est-à-dire savoir que l'information peut être utilisée en même temps par son auteur et ses récepteurs sans que cela soit au détriment de l'un ou de l'autre.

À l'inverse l'initié s'approprie une information uniquement pour son besoin propre et cette information ne peut être utilisée en raison de son caractère confidentiel.

Pour la théorie financière la personne qui dispose d'une information la transforme en un prix et, selon la théorie de l'efficience, ce prix est censé être donné en fonction de l'offre et de la demande.

perte subie, alors que le tribunal de commerce avait pris une décision de radier ces actifs.

Je me permets de signaler qu'il faudrait une loi pour résoudre cette contradiction puisque la COB ne peut pas aller à l'encontre d'une décision de nature pénale.

Quels sont les intérêts respectifs des entreprises et des individus par rapport au secret, à l'opacité ? L'information insuffisante, l'opacité constitue-t-elle un inconvénient pour les investisseurs ?

La COB a précisé dans un rapport récent du 5 avril 2000 qu'il convient d'informer le marché lorsque l'entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront significativement inférieurs à la fourchette de détermination donnée par un consensus, que, dans ce cas-là, l'entreprise doit intervenir le plus rapidement possible pour établir un niveau suffisant d'information concernant ces éléments. La recommandation ne prévoit qu'un seul cas de silence, une période qui précède la publication des résultats. Pour le reste l'entreprise doit, en plus de l'information légale, informer régulièrement, de manière ponctuelle, sur tous les faits nouveaux, susceptibles de contredire les anticipations que se font les investisseurs à partir des prévisions communiquées soit par l'entreprise soit par le consensus.

Le règlement amiable est certainement de nature à modifier l'anticipation mais en même temps le secret est garanti par la loi. Il y a donc une contradiction. En dehors de cela l'entreprise n'est pas tenue de communiquer.

Le credo affirmé par la COB est clair : la publication d'une information régulière et fréquente réduira la période d'incertitude pour le marché et contribue à limiter les mauvaises surprises. Elle permet de réduire la volatilité des cours, de donner confiance aux investisseurs.

Y a-t-il une contradiction entre ce rapport qui n'a pas donné lieu à un règlement et l'article 4 du règlement 98-07 qui autorise à conserver la confidentialité d'une information dans les cours et la maîtrise ? On sait que cette possibilité s'applique à des ruptures de contrats qui peuvent avoir des effets significatifs pour l'entreprise, sur lesquelles on pourrait choisir de garder le secret dans l'espoir de remplacer ces contrats assez vite. On voit bien qu'il s'agit là de quelque chose qui peut se comparer à un échec.

La théorie économique a formulé cette exigence de transparence, c'est la notion de sélection inverse. Moins l'information est fidèle, moins l'investisseur pourra distinguer entre les bons et les mauvais investissements. Il se méfiera et dévalorisera l'ensemble des titres. Cela rendra les marchés moins efficaces et éloignera les investisseurs de la Bourse.

Les lois concernant l'information régulière et sincère ont été promulguées aux États-Unis en 1933/1934 après la grande dépression qui avait été précédée par de nombreux comportements frauduleux concernant l'information transmise au second marché. On peut en déduire que le secret prévu par l'article 38 de la loi de 1984 est bien contraire à l'esprit de la réglementation de la COB et contraire aux intérêts des investisseurs. Pourquoi ? Parce que la non-information sur les difficultés de l'entreprise va laisser de nouveaux investisseurs acheter des titres à des prix qui peuvent être surévalués, elle va fausser les anticipa-

tions des investisseurs qui auraient choisi de céder leurs titres plus rapidement dans d'autres conditions. Il est important qu'en période de difficultés dans une entreprise, les investisseurs puissent prendre leur position en toute connaissance de cause, décident de sortir de cette crise en connaissant l'ampleur du risque.

On constate en plus que la défaillance s'accompagne souvent d'un déchet informationnel aux différentes étapes de la procédure. Pendant la phase d'alerte cette non-information est légale du fait de l'article 38, ensuite pendant la phase de procédure collective, on ne peut pas dire que l'information soit trop riche.

Les raisons sont différentes. On ne communique pas suffisamment parce que le chef d'entreprise n'a plus assez de moyens pour supporter les coûts importants de l'information financière. L'administrateur judiciaire préfère garder ses ressources pour payer les créanciers. D'où l'intérêt de développer une information en utilisant les possibilités offertes par Internet. Ces déchets informationnels risquent de favoriser les rumeurs et les fausses informations de la part des dirigeants.

C'est le cas de Marie Brizard. Les dirigeants avaient été sanctionnés du fait d'informations optimistes transmises au marché.

Par ailleurs pendant la recherche d'un plan de reprise, les repreneurs vont demander des informations détaillées, confidentielles. L'administrateur devra leur fournir mais cela risque de rompre l'égalité des actionnaires. Il échappera au délit d'initié puisqu'il s'agit non pas dans son intérêt propre mais dans celui de l'entreprise.

En définitive, on constate surtout que toutes ces situations paraissent contraires au maintien de la cotation de la société qui rentre dans la procédure collective. La radiation, si elle apparaît comme la solution ultime, devra être prononcée sans trop tarder par les autorités boursières compétentes alors que l'on constate parfois des délais très importants, un an et demi, entre le début déclaré des difficultés et la radiation.

Qu'en est-il maintenant du deuxième volet de la question ? Si l'opacité nuit à l'investisseur permet-elle de préserver les intérêts de l'entreprise ? C'est tout le credo de la procédure d'alerte. Il faut rechercher une solution sans affoler les clients, sans risquer de ruiner le fonds de commerce. On est là dans une opposition entre l'intérêt des actionnaires et l'intérêt des autres parties prenantes de l'entreprise, salariés, créanciers.

On part de l'hypothèse que seul le secret permettra de résoudre les problèmes, c'est peut-être vrai dans certains cas à condition que le secret ne favorise pas les rumeurs et les délits d'inités.

C'est pourquoi la contrepartie de ce secret a entraîné certains mandataires à suggérer d'assurer aux actionnaires minoritaires non seulement un droit de sortie mais aussi d'être considérés comme des créanciers privilégiés dans la procédure collective.

Pour l'entreprise non cotée les actionnaires ne sont pas dans la même situation. Les actionnaires sont, a priori, informés par le conseil d'administration. Le texte prévoit que le commissaire aux comptes informe également le comité d'entreprise. De ce fait, la confidentialité instaurée par l'article 38 ne vient pas en

contradiction avec l'exigence d'information des actionnaires ce qui n'est pas le cas pour les sociétés cotées.

Puisque, pour les sociétés cotées il n'en est pas de même, faut-il maintenir le secret? C'est aux praticiens de le dire. Peut-être que les débats tout à l'heure permettront d'aller dans ce sens. On s'aperçoit que le secret de polichinelle du règlement amiable est révélé par des concurrents qui, n'étant pas partie à la procédure de règlement amiable, ne sont pas tenus au secret professionnel et qui, pour continuer avec les évocations religieuses, par charité chrétienne se font un plaisir de révéler l'existence de cette procédure, de même que l'existence de litiges peut avoir une influence notable sur la société, peut être rendue publique par des adversaires, sans qu'il y ait violation du secret ni déniement.

En conclusion, l'entreprise cotée doit-elle dire qu'un conciliateur est nommé dans le cadre du règlement amiable? C'est bien entendu antinomique puisque le règlement amiable est une procédure judiciaire définie comme confidentielle.

La question est plutôt de savoir et est-il réaliste de l'envisager dans le cadre des sociétés cotées, s'il ne faut pas modifier par voie législative cette obligation de secret qui est susceptible de déboucher sur des difficultés nombreuses notamment pour les sociétés de la nouvelle économie pour lesquelles les actifs sont essentiellement immatériels.

M. LE PRÉSIDENT COSTES. — Merci, Monsieur le Professeur, de votre exposé, un exposé très spécialisé, on voit qu'on a à faire à un expert dans ce domaine. Vous avez fait un très large panorama des avantages et des inconvénients du secret des informations.

Le problème, bien évidemment, ce sont les investisseurs. Il semble quand même nécessaire que ces investisseurs soient informés et non traités par omission. Je crois que vous étiez assez favorable à ce que l'information soit donnée même dans le cadre des difficultés des entreprises et je crois qu'effectivement il y a une concurrence entre le droit des sociétés et le droit boursier. Il est bien évident qu'à partir du moment où on fait appel public à l'épargne, l'information semble nécessaire.

Nous allons donner la parole à M<sup>r</sup> Sapin, administrateur judiciaire, qui va nous parler du redressement judiciaire.