



ARTICLE

SOCIÉTÉS COTÉES : À PARTIR DU 20 DÉCEMBRE NOUVELLES RÈGLES CONCERNANT LA GESTION DU DIFFÉRÉ DE PUBLICATION D'UNE INFORMATION PRIVILÉGIÉE

Private Equity Corporate - M&A | 19/12/16 | Jérôme Brosset

A la suite de l'entrée en vigueur du Règlement européen n°596/2014 relatif aux abus de marché dit « Market Abuse Regulation » ou « **MAR** » et ses règlements d'application, l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») a publié fin octobre 2016 deux documents de doctrine, ayant valeur de position-recommandation, destinés à guider les émetteurs et les dirigeants dans la bonne application de ces textes. L'une de ces positions-recommandations traite de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé. L'autre de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée pour les sociétés cotées sur un marché Euronext Paris, sur Alternext ou sur le Marché Libre.

Le contenu du guide relatif à l'information permanente et à la gestion de l'information privilégiée a apporté des éclaircissements intéressants sur de nombreux points (notamment concernant les règles applicables à l'établissement des listes d'initiés, aux déclarations des opérations sur titres des dirigeants, aux périodes d'abstention s'appliquant aux dirigeants, à la publication des informations privilégiées...). Les clarifications de ces règles déjà existantes étaient d'application immédiate.

Quant aux règles relatives « *aux situations de nature à justifier un différé de communication de l'information privilégiée* », elles entreront en vigueur le 20 décembre 2016 concomitamment aux orientations de l'*European Securities and Markets Authority* (« **ESMA** ») sur le retard de la publication d'informations privilégiées[1] auxquelles l'AMF a décidé de se conformer.

A compter du 20 décembre 2016, les sociétés cotées devront dans l'hypothèse où elles auront décidé de différer la publication d'une information privilégiée notifier cette décision à l'AMF. A la pratique informelle qui prévalait jusqu'à présent va donc être substitué un mécanisme beaucoup plus contraignant.

Pour rappel, conformément à l'article 17.1 du Règlement MAR, « *tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* ».

Une information privilégiée est définie comme étant une « *information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cour d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés*[2] ».

Afin d'assurer l'égalité des investisseurs vis-à-vis de l'information et également d'empêcher les opérations d'initiés quand un émetteur est en possession d'une information privilégiée, il est tenu d'en assurer la divulgation au marché dès que possible.

Ce principe connaît cependant un tempérament. En effet, tout émetteur peut prendre la responsabilité de différer la publication d'une information privilégiée qui le concerne si une publication immédiate est de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes[3].

Conformément à la réglementation antérieure, l'article 17.4 MAR dispose que trois conditions cumulatives doivent être respectées dans le cas d'un tel différé de publication :

« *la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ; le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ; et l'émetteur (...) est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information* ».

A cet égard, l'ESMA dans ses orientations fournit désormais une liste non exhaustive de situations d'intérêt légitime (qui ne peut être une simple référence à l'intérêt social) pouvant justifier un différé de publication de l'information (sous réserve que les deux autres conditions exigées par l'article 17.4 soient remplies). On relèvera par exemple les cas suivants :

- des négociations significatives sont en cours et une publication immédiate serait susceptible de les faire échouer ;
- l'information est relative à une opération approuvée par un organe de direction de l'émetteur et nécessitant l'approbation d'un autre organe et la publication immédiate menacerait sa correcte appréciation par le public, une décision définitive devant être rendue dès que possible ; ou
- l'émetteur a développé un produit ou une invention et une publication immédiate menacerait ses droits.

En sens inverse, l'ESMA propose également une liste de situations considérées comme susceptibles d'induire le public en erreur et ne pouvant donc pas justifier un différé d'information :

- l'information privilégiée dont l'émetteur compte retarder la publication est sensiblement différente de l'annonce publique précédemment faite par l'émetteur quant au sujet auquel l'information privilégiée se rapporte ;



- l'information privilégiée dont l'émetteur compte retarder la publication concerne le fait que les objectifs financiers de l'émetteur ne seront probablement pas atteints, si ces objectifs ont précédemment été annoncés publiquement ; ou
- l'information privilégiée dont l'émetteur compte retarder la publication est contraire aux attentes du marché, si ces attentes sont basées sur des signaux que l'émetteur a précédemment envoyés aux marchés (entretiens, roadshows).

Enfin, troisième condition, l'émetteur doit être capable d'assurer la confidentialité de l'information. A cet égard, l'AMF précise dans sa position-recommandation que des dispositifs efficaces doivent être mis en place pour que l'information ne soit pas diffusée en interne auprès de personnes dont les fonctions ne justifient pas un tel accès, que les personnes informées aient connaissance des sanctions applicables en cas d'utilisation ou de transmission induite de l'information, et que des mesures soient prévues en cas de fuites ou rumeurs pour pouvoir procéder à une publication immédiate (communiqué de fuite).

Règle nouvelle s'appliquant à partir du 20 décembre 2016, l'émetteur souhaitant bénéficier de la possibilité de différer une information privilégiée devra notifier sa décision à l'AMF dans les conditions suivantes :

- dans un premier temps, l'émetteur devra constater par écrit l'existence de l'information privilégiée et son différé de publication. Conformément aux dispositions de l'article 4.1 du règlement d'exécution n°2016/1055 du 29 juin 2016, il sera tenu établir par écrit et sur un support durable la date et heure de la « naissance » de l'information privilégiée, de la décision du différé et de la date prévue de divulgation. Devront également être mentionnées l'identité des personnes responsables du report et du suivi continu des conditions du report ainsi que la preuve que les conditions relatives visées à l'article 17-4 du Règlement MAR étaient réunies ;
- ensuite, immédiatement après la publication de l'information privilégiée, l'émetteur devra informer par écrit l'AMF de sa décision initiale de différer cette publication. L'article 4.3 du règlement d'exécution précité prévoit que cette notification doit contenir l'identité et les coordonnées de la personne qui a effectué la notification, la date et l'heure du différé et l'identité de toutes les personnes responsables de ce différé ;
- enfin, l'émetteur devra être en mesure de répondre aux explications que l'AMF pourrait demander a posteriori et à sa seule discrétion. Dans l'hypothèse d'une telle demande, l'émetteur devra apporter à l'AMF par écrit et sans délai^[4] une justification sur le fait que les trois conditions de fond exigées par le Règlement MAR pour le différé étaient remplies.

On notera également que certaines règles spécifiques s'appliquent aux demandes présentées par les émetteurs qui ont la qualité d'établissement de crédit ou d'établissement financier et visant à obtenir une autorisation pour différer la publication d'une information privilégiée en raison d'un intérêt public relatif à la stabilité financière^[5]. Dans ces cas, l'émetteur devra solliciter l'accord préalable de l'AMF en prenant directement contact avec la Direction des émetteurs de cette autorité.

En définitive, ces nouvelles règles rendent plus complexes et plus exigeantes la gestion du différé d'information privilégiée pour les émetteurs. Jusqu'à présent, le traitement apporté à cette question était dans la plupart des cas assez informel. Or, les mentions qui devront être transmises à l'AMF ne sont pas évidentes à déterminer pour beaucoup de situations. De fait, par exemple, il est souvent difficile pour une société de savoir à partir de quand une information devient « privilégiée », et ce notamment quand cette information a trait à un projet d'opération non encore abouti, soumis, le cas échéant, à l'obtention d'autorisations réglementaires et dont la mise en œuvre n'est pas encore arrêtée^[6]. Aussi, les sociétés devront adopter une démarche prudente dans la constatation de l'existence d'une information privilégiée et ce d'autant plus que les conditions de qualification déterminées par l'émetteur pourront être retenues par l'AMF à l'encontre de l'émetteur ou de ses dirigeants.

[1] Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR ») – Retard de la publication d'informations privilégiées de l'ESMA – 20 octobre 2016.

[2] Cf. article 7 du Règlement MAR.

[3] Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée – AMF – Position-recommandation DOC 2016-08.

[4] Cf. article 223-2 du règlement général de l'AMF.

[5] Cf. articles 17.5 et 17.6 du Règlement MAR et Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée – AMF.

[6] Traditionnellement, est qualifiée de précise une information relative à un projet « suffisamment défini pour avoir des chances d'aboutir, peu important l'existence d'aléas quant à sa réalisation effective ». Cf. Cour d'appel de Paris, 27 juin 2002 Gerbelot-Barillon.
