

Synthèse des enseignements du petit déjeuner / débat
« MAR : procédures et bonnes pratiques / témoignages des émetteurs
et point de vue de l'AMF »
15 mai 2017 – Auditorium TechnipFMC

L'entrée en application des nouvelles dispositions de la Directive Abus de Marché (dite MAR) impose aux émetteurs, depuis le 3 juillet 2016, la mise en œuvre de processus de suivi du traitement de leur information privilégiée. L'AMF a publié en octobre 2016 un Guide sur l'information permanente et la gestion de l'information privilégiée actualisant sa doctrine. Qu'en est-il en pratique dans vos entreprises ? Comment ont-elles fait évoluer leur organisation, en amont et au quotidien, pour traiter l'information privilégiée et ses nouvelles contraintes associées afin de répondre aux demandes du régulateur ?

Invités :

- Martine Charbonnier, Secrétaire Générale Adjointe en charge de la Direction des Émetteurs et des Affaires Comptables de l'AMF
- Bertrand Cardi, Avocat Associé du Cabinet Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

Modérateurs :

- Chris Hollis, Directeur de la Communication Financière de LVMH et Président du Cliff
- Jean Régis Carof, Directeur des Relations Actionnaires Individuels et Autorités de Marché de L'OREAL et Secrétaire général du Cliff
- Gilles Arditti, Group SVP, Investor Relations & Financial Communications d'ATOS et administrateur du Cliff

Rappel réglementaire

Le règlement MAR est entré en application début juillet 2016 : ce texte n'autorise pas de transposition en droit français et doit donc être **appliqué stricto sensu**. En complément du règlement MAR et des règlements délégués, l'ESMA a publié des **guidelines**, qui sont des recommandations endossées par l'AMF et mentionnées dans son **Guide de l'information permanente**.

La nouveauté du règlement MAR est qu'il vise **l'ensemble des marchés** : le marché réglementé Euronext, mais également les autres marchés EnterNext et le marché libre. **Le périmètre des titres financiers a été élargi** : il ne s'agit plus seulement des actions, mais aussi des obligations convertibles et autres titres donnant accès au capital pour les déclarations d'opérations des dirigeants.

La notion d'information privilégiée n'a pas évolué depuis la directive européenne : il s'agit toujours d'une « information susceptible d'avoir une influence sur le cours de bourse si elle était rendue publique ». **L'appréciation de la notion d'information privilégiée reste de la responsabilité de l'émetteur**. La nouveauté est qu'il doit pouvoir la tracer.

Même chose en ce qui concerne les obligations qui y sont liées : lorsqu'on détient une information privilégiée, elle doit être **rendue publique « dès que possible »**, notion qui n'est pas définie dans le règlement français. Certains régulateurs, comme l'AMF, ont un petit seuil de tolérance, d'autres non : **ce seuil de tolérance est de deux ou trois jours maximum lorsqu'il s'agit « d'affiner » la détermination des résultats**. Pour d'autres



informations privilégiées, le délai entre le moment auquel naît cette information privilégiée et sa publication peut être plus long.

Dans son article 17, le règlement Abus de marché a prévu que la société **peut ne pas publier cette information privilégiée**, si elle a un intérêt légitime à ne pas le faire ; elle doit s'assurer que cette non-publication n'est pas de nature à induire le marché en erreur et être en mesure de maintenir la confidentialité. Ces trois critères doivent être remplis.

L'ESMA a publié **des guidelines qui donnent un certain nombre de situations, non limitatives** :

- Si vous préparez un projet d'acquisition et jugez que communiquer trop tôt met en risque l'achèvement des négociations, vous avez un intérêt légitime à différer.
- Si vous avez donné une *guidance* au marché et constatez que vous n'allez pas pouvoir la maintenir, vous devez publier, vous induisez sinon le marché en erreur.

Un différé de publication d'information privilégiée doit être notifié à l'AMF dans la boîte aux lettres dédiée : differepublication@amf-france.org. Au-delà des coordonnées de l'expéditeur, il faut indiquer quelle est l'information privilégiée, quand elle est née et quels sont le(s) responsable(s) qui ont décidé son différé.

Quand l'information privilégiée est publiée, elle doit être identifiée : mention sur le communiqué et/ou apparition lisible dans une sous-rubrique spécifique de l'information réglementée sur le site Internet.

Les sociétés peuvent toujours avoir une liste des personnes qui ont un accès permanent à l'ensemble des informations (liste recommandée mais non obligatoire), mais il leur faut **tenir une liste d'initiés par information privilégiée**, avec des informations à la fois sur l'identité et les coordonnées des personnes, mais aussi sur le moment auquel l'information privilégiée leur a été transmise.

D'autres obligations ont été un peu modifiées à la faveur de MAR : il s'agit de tout ce qui concerne le régime de **déclaration des dirigeants**, dont le seuil a été porté de 5 000 à 20 000 euros, et les régimes de **rachats d'actions**. **Le champ de la présomption est réduit**, puisque les opérations qui en bénéficiaient antérieurement (contrat de liquidité sur actions, contrat sur obligations, possibilité de racheter des actions en vue de faire de la croissance externe, opérations de couverture...) n'entrent plus dans les dérogations prévues aux articles 5 et 13 du règlement Abus de marché.

Applications pratiques et jurisprudences

Information sensible ou information privilégiée ?

Exemple de l'impact financier d'un événement externe, en l'occurrence le Brexit : si le principal impact financier est lié au taux de change, et que la répartition du chiffre d'affaires par zones géographiques est publique, ainsi que le fait que le chiffre d'affaires et les coûts sont dans la même monnaie, tout analyste ou investisseur est capable de mesurer l'impact change. L'information n'est donc pas privilégiée.

L'information doit cependant avoir fait l'objet d'une communication claire par la société, dans un communiqué dûment transmis : dans le cas de la jurisprudence FAURECIA, la commission des sanctions de l'AMF a estimé que la société avait piloté le consensus des analystes.

Information imprécise

Exemple d'une société dont un contrat important arrive à échéance : le client est en négociation exclusive avec un autre fournisseur, mais indique que, si les négociations ne débouchent pas, il conservera la société comme fournisseur exclusif. Les trois conditions de l'article 17.1 de MAR étant remplies, la société peut attendre la notification formelle du client avant de communiquer.

Sur ce thème de l'incertitude et donc de la précision, les jurisprudences retiennent le caractère « **raisonnable ou probable** » de l'information. Exemples de sanctions récentes :

- MEDICA : l'opération était suffisamment définie entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir ; le seul point d'incertitude était la parité retenue, en cours de négociation.



- AB SCIENCE : il était probable que le médicament ne serait pas approuvé et que cela aurait un impact très négatif sur le chiffre d'affaires.
- UBISOFT : la forte probabilité de décalage de la sortie du jeu présentait le caractère de précision requis pour l'information privilégiée.

En revanche, EUTELSAT n'a pas été sanctionné, la commission des sanctions ayant estimé qu'il n'y avait pas encore de probabilité suffisante sur la détermination du prix de cession par son actionnaire.

Gestion des rumeurs

Exemple d'une acquisition potentielle examinée à partir de données publiques : une rumeur se propage sur le fait que le projet est avancé et cite le nom de la société cible. La stratégie d'acquisition de la société étant publique et aucune donnée non publique n'ayant été échangée avec des tiers, conformément à l'article 7 de MAR, la société ne communique pas.

Exemple d'une vente aux enchères : la société procède aux opérations de *due diligence*, à des réunions avec le management, et fait une offre sous condition à un prix donné. Quelques jours plus tard, l'information fuit dans la presse indiquant que la société est la mieux placée parmi plusieurs candidates... mais pour un prix deux fois supérieur. Considérant qu'il s'agit d'une fuite orchestrée et que l'information fournie induit le public en erreur (conditions 1 et probablement 3 de l'article 17.1 de MAR non respectées), la société communique immédiatement pour confirmer l'examen de la cible et indiquer que le prix révélé est extravagant.

Exemple d'une rumeur infondée se traduisant par une variation significative sur le cours et/ou sur les volumes échangés : au regard des textes, il n'y a aucune obligation de communiquer, mais il convient d'apprécier l'opportunité de publier un communiqué de presse pour infirmer.

Même si elle n'affecte pas le cours de bourse, une rumeur portant sur une information privilégiée faisant l'objet d'un différé peut remettre en cause ce dernier. Ou faire se reposer la question de la véritable qualification de l'information si elle permet en orthodoxie juridique de ne pas communiquer trop vite.

Décalages de prévisions

La recommandation est qu'une communication au titre de l'information permanente est nécessaire dès lors que la société constate que ses résultats attendus :

- devraient être en décalage par rapport aux objectifs ou prévisions communiqués antérieurement ; ou,
- pourraient dévier de façon significative par rapport à ceux anticipés par un consensus de marché.

A partir de quel seuil considérer que le décalage par rapport aux objectifs est suffisamment matériel ? Aucune quantification n'est indiquée dans MAR, dans les *guidelines* de l'ESMA ou dans les recommandations de l'AMF. L'appréciation du caractère « susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours » doit être plus qualitative que la seule appréciation quantitative de la variation d'un indicateur financier. Dès l'instant où l'on a connaissance du décalage, même si on ne sait pas exactement de combien il sera, l'information est précise et probable et il faut communiquer : sans donner de chiffre exact, on peut donner un certain nombre d'éléments au marché. Dans la jurisprudence AIR FRANCE KLM, cette dernière s'est défendue en indiquant que le décalage n'était pas quantifié. Or en France, l'exigence de communiquer « dès que possible » conduit à l'impossibilité de différer la publication.

Charge administrative

Le formalisme accru pour établir et tenir la liste d'initiés et tenir informées les personnes concernées, implique une charge administrative plus importante que les émetteurs peuvent compenser en réduisant l'ouverture des listes et en appliquant une stricte discipline dans la transmission des informations privilégiées aux seules personnes qui doivent les connaître.

Les jurisprudences attestent de l'importance de l'adoption de mesures internes pour qualifier l'information privilégiée, au cas par cas.



Organisation en place dans les entreprises pour répondre aux nouvelles exigences de MAR

Une enquête a été réalisée fin avril / début mai auprès des membres du Cliff.

Près des 2/3 des sociétés ont créé un **groupe de travail pour réfléchir à l'organisation à mettre en place**, majoritairement des *large caps*. Lorsqu'il existe, ce groupe de travail est composé de représentants d'un certain nombre de départements, en premier lieu la communication financière et/ou le juridique.

Moins de la moitié des sociétés, toujours majoritairement des *large caps*, ont créé une **instance décisionnaire sur les questions d'information privilégiée**. Lorsque cette instance existe, le directeur de la communication financière est en première ligne avec le directeur financier et le directeur juridique, assez loin devant le directeur général ou un de ses collaborateurs. Le **rôle** de ce comité, lorsqu'il existe, est **avant tout de qualifier l'information privilégiée** et de décider si sa **publication peut être différée ou non**, avant la supervision des aspects pratiques (informations à collecter et listes d'initiés).

Qu'un comité formel existe ou non, **la prise de ces décisions relatives à l'information privilégiée se fait toujours de manière collégiale**, la responsabilité de la qualification de l'information privilégiée étant prise majoritairement par la direction financière et/ou la direction juridique. Celle de sa publication ou de son différé est majoritairement prise par la direction financière, mais cette fois avec la direction générale, loin devant le juridique.

Moins d'un tiers des sociétés a établi une **liste type de critères pour qualifier une information privilégiée**.

Établir la **liste des initiés correspondants** est clairement la mission de la direction juridique. Dans le cas de prestataires initiés, ce sont l'équipe du département donneur d'ordre et le département juridique qui s'assurent que le prestataire a bien établi ses listes d'initiés et la communication qui va avec.

Le **registre des informations à consigner en cas de différé** est tenu très majoritairement par la direction juridique. Tout ce travail supplémentaire est manifestement pour l'instant absorbé par les équipes en place.

La **protection de l'information privilégiée** est de plus en plus fondamentale : des fichiers accessibles seulement aux personnes initiées pour la grande majorité des sociétés et/ou verrouillés par des mots de passe pour un peu moins de la moitié. Il en est de même pour assurer la protection des informations personnelles sur les initiés, qui doivent être collectées.

Autre sujet important en marge de MAR : celui du **consensus** qu'il faut impérativement suivre de très près. Les sociétés sont quasi unanimes pour dire que leur consensus de référence est celui qu'elles réalisent à partir des notes des analystes. Ce consensus circule en interne essentiellement auprès du directeur financier et du directeur général. Moins d'un tiers des sociétés fait le choix de le rendre public sur son site Internet.

Pour plus de la moitié des sociétés, la **sensibilisation de tous les collaborateurs à l'information privilégiée** est déjà en place depuis plusieurs années, et s'adresse tout d'abord aux fonctionnels qui ont accès à davantage d'informations globales, mais aussi presque autant aux opérationnels. L'information se fait dans le cadre de la communication interne, mais est aussi personnelle, dès l'embauche dans l'entreprise.

MAR a manifestement été l'occasion de relancer ce processus.

Enfin, pour aider les initiés permanents, en particulier à savoir quand ils peuvent opérer sur les titres de la société, peu de sociétés déclarent avoir créé un poste de déontologue, mais le juridique peut aider. Peu de personnes en dehors des administrateurs et membres des Comex sont soumises à ces obligations de déclarations qui sont conservées essentiellement par le juridique ou le secrétariat général.

D'une manière générale, MAR ne semble pas avoir induit beaucoup de modifications dans la **corporate disclosure policy** des entreprises.

En savoir plus : www.cliff.asso.fr