AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Cette position-recommandation n'est pas à jour des impacts de l'entrée en vigueur du Règlement (UE) 2024/2809 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 (« Règlement Listing Act »).

Position-recommandation
Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée
DOC-2016-08

Textes de référence :

- Règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« règlement MAR »).
- Règlement délégué (UE) 2016/522 de la Commission du 17 décembre 2015 complétant le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne […] l'autorité compétente pour les notifications de reports, l'autorisation de négociation pendant les périodes d'arrêt et les types de transactions à notifier par les dirigeants.
- Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes.
- Règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission du 29 juin 2016 établissant des normes techniques d'exécution relatives aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées.
- Articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'importance de la notion d'information privilégiée et son rôle central en matière de communication financière conduisent l'AMF à guider les émetteurs sur les conditions d'application de leurs obligations en ce domaine.

Dès lors, en effet, qu'une information revêt les caractéristiques d'une information privilégiée, elle entre dans le champ de l'obligation de communication de l'information permanente des émetteurs. En outre, les risques liés à une utilisation indue d'une information privilégiée ont conduit à l'élaboration d'une réglementation visant à prévenir de potentiels manquements tant de la part des dirigeants que de la part de tiers à qui une information privilégiée est transmise.

Ces obligations sont prévues essentiellement par le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après « **MAR** ») et les règlements délégués et d'exécution qui lui sont rattachés.

Le présent guide a pour objet (i) de rappeler quelles sont les principales obligations liées à l'information permanente des émetteurs et à la gestion de l'information privilégiée, y compris pour leurs dirigeants, et (ii) de regrouper les positions et recommandations de l'AMF et de l'ESMA[1] en la matière. Ces positions et recommandations sont signalées par des encadrés ; le reste des développements de ce guide est un rappel de textes à vocation pédagogique. Le guide cite des décisions de la commission des sanctions et d'autres décisions formant jurisprudence, rendues sous l'empire de textes antérieurs, afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente.

Sont ainsi évoqués dans ce guide les sujets traités par MAR qui ont un impact sur les obligations des émetteurs, notamment :

- la communication des informations privilégiées par l'émetteur (**1ère partie**) : obligation de publication d'une information privilégiée dès que possible, cas de différé de publication, moyens techniques de communication, avertissement sur résultats (« *profit warning* »), date de détachement du dividende, émetteurs en difficultés, *etc.* ;

[1] *European Securities and Markets Authority* – Autorité européenne des marchés financiers.

- les obligations des dirigeants (**2ème partie**) : mesures de prévention des manquements d'initiés, notamment les obligations d'abstention pendant les « fenêtres négatives » et les obligations de déclaration des transactions ;
- la communication d'informations privilégiées à des tiers (**3ème partie**) : listes d'initiés et *data room*.

En revanche, ce guide ne traite pas de la communication des émetteurs à l'occasion :

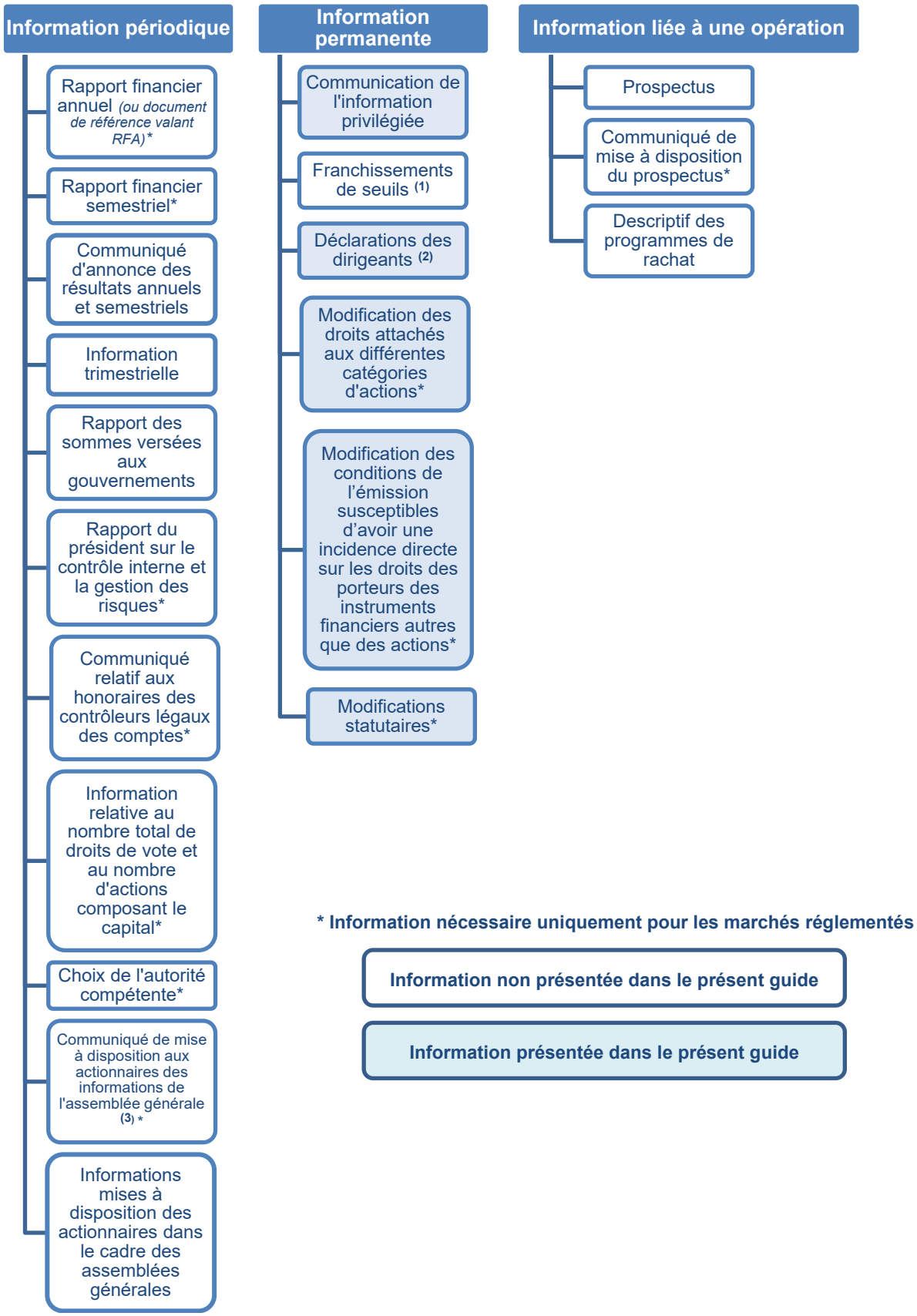
- des interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres,
- des sondages de marché.

Il ne traite pas non plus des obligations d'information permanente dont seraient redevables d'autres personnes, notamment en application des articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Ce guide est dédié aux émetteurs dont les titres financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation (ci-après « **MTF** ») ou un système organisé de négociation (ci-après « **OTF** »). Il ne traite donc pas des obligations applicables aux quotas d'émission. En France, sont principalement concernés Euronext, Euronext Growth et Euronext Access.

Les éléments énoncés dans ce guide n'étant que des clarifications de textes déjà entrés en vigueur, ils sont applicables immédiatement, à l'exception des positions mentionnées au § 1.2.2.1 (situations de nature à justifier un différé de communication de l'information privilégiée) qui entrent en application concomitamment aux orientations de l'ESMA sur les retards de la publication d'informations privilégiées, le 20 décembre 2016. Les recommandations et positions devenues obsolètes sont rappelées en annexe du présent guide.

Cartographie des obligations d'information des sociétés cotées



(1) Déclaration faite par l'actionnaire
(2) Déclaration faite par le dirigeant
(3) Communiqué précisant les modalités de mise à disposition ou de consultation des informations devant être mises à disposition des actionnaires préalablement à la convocation de l'assemblée générale

SOMMAIRE

RAPPEL PRELIMINAIRE - DEFINITION DE L'INFORMATION PRIVILEGIEE ET DES OBLIGATIONS D'ABSTENTION 5

1. L'INFORMATION PERMANENTE DES EMETTEURS 7

1.1. L'obligation de publication de l'information privilégiée des émetteurs 7

1.2. Le différé de publication d'une information privilégiée 8

1.3. Les modalités de publication de l'information privilégiée 15

1.4. Cas particuliers d'information privilégiée 18

1.5. Les autres grands principes de la communication financière 25

1.6. Les recommandations de l'AMF en matière de communication financière 26

2. INFORMATION PRIVILEGIEE ET DIRIGEANTS 35

2.1. Les mesures de prévention des manquements d'initiés 35

2.2. Les déclarations des dirigeants 42

3. LA COMMUNICATION D'INFORMATION PRIVILEGIEE A DES TIERS 46

3.1. Les listes d'initiés 47

3.1.1 Les personnes tenues d'établir une telle liste 47

3.1.2 Les obligations liées à la tenue d'une telle liste 47

3.1.3 Le contenu des listes 48

3.1.4 Les personnes à inscrire sur la liste 49

3.1.5 La mise à jour des listes d'initiés 50

3.1.6 Les modalités de mise à disposition de la liste d'initiés 51

3.2. *Data room* 51

SOMMAIRE DETAILLE 54

INDEX ALPHABETIQUE 57

ANNEXE 1 : LISTE DES DOCUMENTS DE DOCTRINE AMF ANNULES ET REPRIS PAR LA PRESENTE POSITION-RECOMMANDATION 58

ANNEXE 2 : LISTE DES DOCUMENTS DE DOCTRINE AMF CITES DANS LA PRESENTE POSITION-RECOMMANDATION 59

Rappel préliminaire - Définition de l'information privilégiée et des obligations d'abstention

La notion d'information privilégiée est définie par l'article 7 de MAR et s'entend comme « *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 cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* […]».

Sur le caractère précis de l'information, ce même article prévoit qu'« *une information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un évènement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet évènement sur le cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission* […]»[2]. Il a été jugé par la Cour de justice de l'Union européenne qu'une information peut être considérée comme précise quand bien même le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés ne pourrait être déterminé avec un degré de probabilité suffisant[3].

En ce qui concerne le caractère précis de l'information, la commission des sanctions de l'AMF a par exemple décidé que :

- l'information selon laquelle une société préparait l'émission d'un emprunt obligataire était précise dans la mesure où elle portait sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir (décision prise dans son principe par le conseil de surveillance puis décision ferme de réaliser l'émission par le directoire, détermination des principales caractéristiques du projet – taille, durée et *spread* –, chances de réussite du projet renforcées par la publication par une agence de notation d'une note très positive, laquelle confortait le marché dans la solvabilité de l'émetteur) bien que sa réalisation effective comportât encore des aléas, liés aux résultats des sondages de marché[4] ;
- une information relative à la situation financière dégradée de l'émetteur pouvait avoir un caractère suffisamment univoque pour qu'il soit possible d'en tirer une conclusion, en l'espèce négative, sur l'évolution du cours du titre[5].

[2] Article 7.2 de MAR.

[3] Cour de justice de l'Union européenne, 11 mars 2015 (sur une question préjudicielle relative à l'interprétation des dispositions de la directive 2003/6 définissant la notion d'information privilégiée) - « *Il doit être considéré qu'il suffit, afin de remplir la condition dont il s'agit, que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour pouvoir constituer une base permettant d'évaluer si l'ensemble de circonstances ou l'événement qui en est l'objet est susceptible d'avoir un effet sur les cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte. Par conséquent, cette disposition n'exclut de la notion d'« information privilégiée » que des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés ».* Ainsi, il n'est pas exigé, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis, « *qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques* » (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais qui pourrait donner lieu à une interprétation différente dans l'avenir).

[4] Commission des sanctions de l'AMF, 24 novembre 2011, SAN-2012-02 ; Voir également, statuant sur les recours formés contre cette décision, Conseil d'Etat, 12 juin 2013, n° 359245 (décisions rendues sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

[5] Commission des sanctions de l'AMF, 22 juillet 2014, SAN-2014-16 ; Voir également, statuant sur les recours formés contre cette décision, Cour d'appel de Paris, 17 décembre 2015 (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

Sur l'influence sensible de l'information sur le cours des instruments financiers concernés, l'article 7.4 du règlement MAR précise que l'« *on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers, des instruments financiers dérivés* […] *qui leur sont liés* […]*, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* »[6].

L'appréciation de l'influence sensible sur le cours implique seulement d'examiner les circonstances dans lesquelles l'information est survenue, sans exiger de vérifier *a posteriori* l'impact réel de cette information une fois qu'elle est révélée au public[7] [8].

L'information privilégiée relative à un émetteur peut notamment concerner des circonstances ou événements[9] :

- à caractère financier (tels que le caractère fortement déficitaire du résultat net consolidé de l'exercice clos, la dégradation à venir du résultat opérationnel ou des résultats annuels, l'impossibilité d'atteindre les prévisions ou objectifs de résultats antérieurement portés à la connaissance du public) ;
- à caractère stratégique (tels que le projet d'acquisition d'une société qui modifierait ses perspectives d'avenir, une modification de structure résultant d'une fusion, l'échec d'un projet annoncé d'acquisition d'une société, l'annulation d'un contrat ayant un impact significatif sur la situation commerciale et financière) ;
- techniques ou juridiques (tels que la mise au point d'un nouveau procédé de fabrication, les chances de succès d'une procédure d'autorisation de mise sur le marché d'un produit pharmaceutique, la réalisation de conditions suspensives à l'autorisation de l'Autorité de la concurrence préalablement à une opération de fusion) ;
- relatifs à l'organisation interne ou à la gouvernance de l'émetteur (par exemple, un changement de l'équipe dirigeante ou dans les organes de gouvernance).

En matière d'information permanente, il est de la responsabilité de l'émetteur de déterminer si l'information qu'il détient, et qui le concerne directement ou indirectement, est susceptible de constituer une information privilégiée.

En conséquence, tout émetteur devrait disposer de procédures internes lui permettant d'évaluer si une information est de nature privilégiée ou non, et ainsi de savoir si cette information, d'une part, peut être transmise et/ou utilisée, et d'autre part, si elle doit être communiquée au public et à quel moment. L'émetteur sera ainsi en mesure de se prémunir contre la commission de faits répréhensibles en matière d'abus de marché ou d'information financière.

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs de disposer de procédures internes leur permettant d'évaluer si une information est de nature privilégiée ou non, afin de déterminer si cette information, d'une part, peut être transmise et/ou utilisée, et d'autre part, doit être communiquée au public, et dans l'affirmative, à quel moment.

[6] Article 7.4 de MAR.

[7] Cour d'appel de Paris, 27 novembre 2014, n°13/16393 (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais qui pourrait donner lieu à une interprétation différente dans l'avenir).

[8] Commission des sanctions de l'AMF, 28 septembre 2012, SAN-2012-16 – Il a par exemple été décidé par la commission des sanctions que l'information relative à un projet d'OPA était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de l'action de la société cible dès lors que cette dernière était valorisée par l'acquéreur potentiel entre 1,5 fois et plus de 2 fois sa valeur de marché et que cet acquéreur proposait un prix offrant une prime de 33 % par rapport à la valeur de marché (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais qui pourrait donner lieu à une interprétation différente dans l'avenir) ; Voir également, statuant sur les recours formés contre cette décision, Cour d'appel de Paris, 2 octobre 2014.

[9] Concernant les informations plus particulièrement relatives à l'existence de difficultés financières de nature à peser sur la continuité de l'entreprise, les « *profit warnings* » et la date de détachement du dividende, il convient de se référer au point 1.4 ci-après.

En application de l'article 14 de MAR, la qualification d'information privilégiée emporte, pour toute personne, notamment pour l'émetteur et ses dirigeants, l'interdiction des comportements suivants jusqu'à ce que l'information perde son caractère privilégié, notamment en étant rendue publique :

- effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés ;
- recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés ; ou
- divulguer de manière illicite des informations privilégiées, c'est-à-dire divulguer ces informations à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu « *dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions*[10] ».

Les opérations d'initiés sont entendues largement par l'article 8 de MAR et recouvrent notamment :

- le fait pour une personne, détenant une information privilégiée, d'en faire usage « *en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte* »[11] ; et
- le fait d'utiliser les recommandations ou incitations formulées par une personne détenant une information privilégiée si la personne sait, ou devrait savoir, que celle-ci est fondée sur des informations privilégiées.

1. L'INFORMATION PERMANENTE DES EMETTEURS

Les émetteurs dont des titres financiers sont cotés sont tenus de rendre publique, dès que possible, toute information privilégiée qui les concerne directement.

En application de l'article 17.1 de MAR, cette obligation s'applique :

- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un marché réglementé dans un État membre ;
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un MTF dans un État membre, s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un MTF ; et
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été approuvée sur un OTF dans un État membre, s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un OTF.

1.1. L'obligation de publication de l'information privilégiée des émetteurs

En application de l'article 17.1 de MAR, « *tout émetteur rend publiques, **dès que possible**, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* ».

La publication de ces informations permet d'assurer une égalité des investisseurs face à l'information et est également un outil de prévention des opérations d'initiés. Elle constitue, en effet, la meilleure protection de l'émetteur contre les risques de rumeurs ou de fuites et contre les manquements boursiers.

[10] Article 10 de MAR.

[11] L'utilisation d'une information privilégiée pour annuler ou pour modifier un ordre concernant un instrument financier auquel cette information se rapporte, lorsque l'ordre a été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée, est également réputée être une opération d'initié.

L'obligation s'impose quelle que soit la nature de l'information détenue par l'émetteur dès lors que celle-ci présente un caractère privilégié. La circonstance que cette information privilégiée doive être communiquée au titre de l'information périodique peu de temps après ne dispense pas l'émetteur de la communiquer dès que possible[12].

1.2. Le différé de publication d'une information privilégiée

Par dérogation à l'obligation de communication, dès que possible, d'une information privilégiée prévue à l'article 17.1 de MAR, tout émetteur (y compris les émetteurs ayant la qualité d'établissement de crédit ou d'établissement financier) peut prendre la responsabilité de différer la publication d'une information privilégiée qui le concerne si une publication immédiate comporte le risque de porter atteinte à ses intérêts légitimes (voir point 1.2.1).

En outre, un émetteur qui a la qualité d'établissement de crédit ou d'établissement financier peut différer la publication d'une information privilégiée qui le concerne, si une publication immédiate comporte le risque de porter atteinte à la stabilité financière de l'émetteur et du système financier et si un tel différé est dans l'intérêt public (voir point 1.2.2).

1.2.1. L'autorité compétente en matière de différé d'information privilégiée

Lorsqu'un émetteur décide de différer la publication d'une information privilégiée, MAR prévoit le respect d'une procédure impliquant divers échanges avec l'autorité compétente[13] (*cf.* points 1.2.2 et 1.2.3).

Il est important pour chaque émetteur d'identifier l'autorité à laquelle il devra s'adresser en cas de différé de publication.

L'article 6 du règlement délégué (UE) n°2016/522 du 17 décembre 2015 précise quelle est l'autorité compétente pour les notifications liées au différé de publication d'une information privilégiée.

Il s'agit de l'autorité compétente de l'État membre dans lequel l'émetteur a son siège social dans les cas suivants :
«[…] *a) dès lors que l'émetteur détient des titres de participation qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation dans l'État membre dans lequel est établi son siège social ;*
«*b) dès lors que l'émetteur ne détient pas de titres de participation qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation dans un État membre, pour autant que l'émetteur détienne d'autres instruments financiers qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation dans l'État membre dans lequel est établi son siège social.*

[12] Commission des sanctions de l'AMF, 9 juin 2009, SAN-2009-23 – Dans la mesure où l'information relative tant à la croissance modérée du chiffre d'affaires réalisée par la société au troisième trimestre qu'à son incidence sur la réalisation des prévisions de croissance du chiffre d'affaires annuel annoncées au marché, était une information privilégiée, la société était tenue de la communiquer au public « *dès que possible* » sans pouvoir attendre le terme du délai prévu par le IV de l'article L. 451-1-2 du code monétaire et financier pour l'information périodique relative au chiffre d'affaires du troisième trimestre (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais qui pourrait donner lieu à une interprétation différente dans l'avenir).

[13] Il s'agit notamment (i) des notifications qui suivent la publication d'une information privilégiée dont l'émetteur avait différé la publication en raison de l'existence d'un intérêt légitime ; (ii) sur demande, des explications écrites quant aux raisons qui ont motivé ce report de publication et au respect des conditions requises ; et (iii) des 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.

«2. *Dans tous les autres cas, y compris dans le cas d'émetteurs intégrés dans un pays tiers, l'autorité compétente à laquelle un émetteur d'instruments financiers est tenu de notifier le report de la publication d'une information privilégiée est l'autorité compétente de l'État membre dans lequel :*

a) l'émetteur détient des titres de participation qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation pour la première fois ;

b) l'émetteur détient d'autres instruments financiers qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation pour la première fois, dès lors que l'émetteur ne détient pas de titres de participation admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels il a sollicité l'admission à la négociation, sur une plate-forme de négociation dans un État membre.

Lorsque l'émetteur détient des instruments financiers pertinents qui sont admis à la négociation ou négociés avec son consentement, ou pour lesquels l'émetteur a sollicité l'admission à la négociation, pour la première fois simultanément sur les plates-formes de négociation de plusieurs États membres, un émetteur d'instruments financiers notifie le report à l'autorité compétente de la plate-forme de négociation qui correspond au marché le plus pertinent en termes de liquidité, tel que déterminé dans le règlement délégué de la Commission devant être adopté en vertu de l'article 26, paragraphe 9, point b), du règlement (UE) n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil».

Ainsi, l'AMF est l'autorité compétente pour recevoir les notifications, explications et demandes liées à un tel différé lorsqu'elles proviennent d'émetteurs :

- qui ont leur siège social en France et dont l'admission des titres de capital a été sollicitée ou approuvée par l'émetteur sur une plateforme de négociation établie en France ;
- qui ont leur siège social en France et dont l'admission des titres de capital n'a été ni sollicitée, ni approuvée par l'émetteur sur une plate-forme de négociation établie dans l'un des Etats membres mais dont l'admission d'autres instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur une plateforme de négociation établie en France ;
- qui ont leur siège social hors de France et dont l'admission des titres de capital a été sollicitée ou approuvée par l'émetteur pour la première fois sur une plateforme de négociation établie en France ; et
- qui ont leur siège social hors de France et dont l'admission des titres de capital n'a été ni sollicitée, ni approuvée par l'émetteur sur une plateforme de négociation établie dans l'un des Etats membres mais dont l'admission d'autres instruments financiers a été sollicitée ou approuvée pour la première fois sur une plate-forme de négociation établie en France.

Dans les deux dernières hypothèses, lorsque les émetteurs ont sollicité ou approuvé l'admission de leurs titres de capital ou d'autres instruments financiers sur plusieurs plate-formes de négociation pour la première fois simultanément, l'AMF est compétente lorsque le marché français est le plus pertinent en termes de liquidité[14].

1.2.2. Le différé d'information lié à l'atteinte aux intérêts légitimes d'un émetteur

1.2.2.1. Les situations de nature à justifier un différé de communication de l'information privilégiée

Aux termes de l'article 17.4 de MAR, l'émetteur « *peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée* », sous réserve du respect des trois conditions cumulatives suivantes :

- « *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* ;
- *l'émetteur* […] *est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information* ».

[14] Tel que défini dans le règlement délégué adopté en application de l'article 26.9 (b) du règlement n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dit « MiFIR »).

Ainsi, dès qu'un émetteur a connaissance d'une information privilégiée le concernant, il doit choisir soit de la publier dès que possible, soit de différer sa publication si les conditions de ce différé sont réunies. Pour différer la publication d'une information privilégiée, l'émetteur doit s'interroger afin de vérifier que chacune des trois conditions est remplie.

1ère condition – L'atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur

L'émetteur doit invoquer un intérêt légitime auquel cette publication risquerait de porter atteinte. En outre, l'intérêt légitime invoqué doit revêtir une importance suffisante pour que le report de la publication soit justifié. Enfin, il doit exister un risque sérieux que la publication de l'information porte atteinte à cet intérêt légitime[15].

Il incombe à l'émetteur, sous sa propre responsabilité et avant de prendre la décision de différer la publication de l'information privilégiée, de déterminer la nature et l'importance de l'intérêt légitime menacé par une publication, et de mesurer le degré d'atteinte à cet intérêt légitime.

Position :

L'AMF estime qu'un émetteur ne peut se contenter de se référer à son intérêt social pour justifier le différé de publication d'une information privilégiée, afin de ne pas vider de sa substance l'obligation d'information permanente. Il ne saurait non plus invoquer un intérêt ou un principe vague et général tel que le secret des affaires ou l'intérêt économique, commercial ou stratégique de l'émetteur[16].

L'Autorité européenne des marchés financiers[17] (ESMA) a publié des orientations (« *guidelines* ») donnant une liste indicative des (i) intérêts légitimes des émetteurs[18] ainsi que (ii) des situations dans lesquelles un différé de publication d'une information privilégiée, bien que justifié par l'existence d'un intérêt légitime, est susceptible d'induire le public en erreur.

[15] Commission des sanctions de l'AMF, 13 décembre 2010, SAN-2011-02 – La publication de l'information privilégiée relative à la mise en place d'une opération financière, permettant de prendre à terme une participation substantielle dans le capital du groupe, n'était pas de nature à faire obstacle à la réalisation de cette opération. Aucun intérêt légitime ne pouvait dès lors justifier de différer cette publication. Au surplus, eu égard à l'importance de l'opération, la rétention de l'information privilégiée était de nature à induire le public en erreur. Dès lors en s'abstenant de porter à la connaissance du public cette information, la société a méconnu les dispositions de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente) ; Voir également, statuant sur les recours formés contre cette décision, Cour d'appel de Paris, 31 mai 2012 puis Cass. com., 27 mai 2015.

Voir également Commission des sanctions de l'AMF, 23 février 2006, SAN-2006-17 – Il a été décidé qu'il existait un intérêt légitime à décaler la publication de l'information relative aux difficultés financières rencontrées par la société et au déclenchement d'une procédure d'alerte dans un cas où, au vu de la situation de trésorerie évolutive et d'une recommandation du commissaire aux comptes, avait été demandée la nomination d'un mandataire ad hoc susceptible de négocier tant avec les banques qu'avec d'éventuels partenaires de la société : la société avait pu légitimement prendre la responsabilité de différer la publication de l'information privilégiée afin de préserver ses chances de survie (décisions rendues sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

[16] Voir commission des sanctions de l'AMF, 1er octobre 2009, SAN-2009-30 – Dès lors que l'information relative à l'annulation de la cession de son pôle environnement revêtait les caractères d'une information privilégiée, la société était tenue de la communiquer au marché « *dès que possible* ». La clause de confidentialité figurant dans le protocole d'accord ne peut par elle-même constituer un intérêt légitime au sens de l'article 222-3 du règlement général de l'AMF (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

[17] *European Securities and Markets Authority*.

[18] Le considérant n°50 de MAR dresse une liste non exhaustive des situations d'intérêt légitime pouvant justifier un différé de publication de l'information privilégiée (sous réserve que les deux conditions supplémentaires exigées par l'article 17.4 soient remplies), incluant notamment :

i) « *des négociations en cours, ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur mais n'entrant pas dans le champ d'application du droit applicable en matière d'insolvabilité, la publication d'informations peut être différée durant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant la conclusion des négociation particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur ;*

ii) « *des décisions prises ou contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, à condition que la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, soit de nature à fausser leur appréciation correcte par le public* ».

L'AMF a décidé de se conformer à ces orientations, qui sont dès lors reprises dans les deux positions ci-dessous, et qui sont entrées en application en décembre 2016 (date d'entrée en application des orientations ESMA). Avec les deux positions suivantes, l'AMF applique l'ensemble des orientations de l'ESMA relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR ») – Retard de la publication d'informations privilégiées (ESMA/2016/1478).

Position :

Aux fins de l'article 17, paragraphe 4, point a) du règlement MAR, les situations dans lesquelles la publication immédiate des informations privilégiées est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes des émetteurs pourraient comprendre, sans s'y limiter, les cas suivants :

a. l'émetteur mène encore des négociations dont le résultat est susceptible d'être compromis en cas de publication immédiate. Ces négociations peuvent concerner, par exemple, une fusion, une acquisition, une scission, l'achat ou la cession d'actifs significatifs ou de branches d'activités, une restructuration ou une réorganisation ;

b. il existe un danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ d'application du droit applicable en matière d'insolvabilité, et la publication immédiate des informations privilégiées est susceptible de fortement porter atteinte aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant le résultat des négociations visant à assurer le redressement financier de l'émetteur ;

c. l'information privilégiée concerne des décisions prises ou des contrats conclus par l'organe de direction[19] de l'émetteur nécessitant, en vertu du droit national ou des statuts de l'émetteur, l'approbation d'un autre organe de l'émetteur, autre que l'assemblée générale de ses actionnaires, afin de devenir effectifs, sous réserve que :

- **la publication immédiate de cette information, avant qu'une décision définitive ne soit prise, soit susceptible d'empêcher le public d'évaluer correctement l'information en cause ; et que**
- **l'émetteur ait pris les mesures nécessaires pour qu'une décision définitive soit prise le plus rapidement possible ;**

d. l'émetteur a mis au point un produit ou une invention et la publication immédiate de cette information est susceptible de porter atteinte aux droits de propriété intellectuelle de l'émetteur ;

e. l'émetteur compte acheter ou vendre une participation significative dans une autre entité et la publication d'une telle information est susceptible de perturber la mise en œuvre de ce plan ;

f. une opération précédemment annoncée nécessite l'approbation d'une autorité publique et cette approbation est soumise à des exigences supplémentaires, et la publication immédiate de ces exigences est susceptible de détériorer la capacité de l'émetteur à les respecter et, en conséquence, est susceptible d'empêcher l'achèvement de l'opération.

⇨ Accès aux orientations de l'ESMA relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR ») – Retard de la publication d'informations privilégiées

2ème condition – L'absence de risque d'induire en erreur le public

Lorsque l'émetteur peut justifier de l'existence d'un intérêt légitime permettant de différer la publication d'une information privilégiée, il doit ensuite s'assurer que ce différé de publication ne risque pas d'induire le public en erreur. Malgré l'existence d'un intérêt légitime suffisant, ce risque, s'il existe, devra en effet conduire l'émetteur à publier l'information privilégiée, dès que possible, en application de l'article 17.1 de MAR.

[19] L'expression « organe de direction » correspond aux organes sociaux de l'émetteur. Cela vise notamment le cas dans lequel le conseil de surveillance a une compétence en matière décisionnelle et, pour les sociétés à conseil d'administration, les hypothèses de limitation de pouvoirs du directeur général ou du directeur général délégué.

En particulier, dans le cas où l'émetteur aurait antérieurement publié une information contraire ou différente de l'information privilégiée, il doit considérer que différer la publication de cette dernière risquerait d'induire le public en erreur, et dès lors, publier cette information privilégiée dès que possible.

Position :

Aux fins de l'article 17, paragraphe 4, point b) du règlement MAR, les situations dans lesquelles le retard de la publication des informations privilégiées est susceptible d'induire le public en erreur incluent au moins les cas suivants :

a. 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 rapportent ; ou

b. 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

c. 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 au marché, tels que des entretiens, des tournées de promotion[20] ou tout autre type de communication organisé par l'émetteur ou avec son approbation.

D'autres exemples sont fournis aux points 1.4.2 et 1.4.3.

⇨ Accès aux orientations de l'ESMA relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR ») – Retard de la publication d'informations privilégiées

3ème condition – Préserver la confidentialité de l'information

Une fois prise la décision de différer la publication de l'information privilégiée, l'émetteur doit prendre toutes les mesures nécessaires afin d'assurer la confidentialité de cette information.

Recommandation :

L'AMF recommande à l'émetteur de :

(i) mettre en place des dispositifs efficaces pour empêcher l'accès à cette information par des personnes dont les fonctions au sein de l'émetteur ne justifient pas un tel accès ou ne le rendent pas indispensable ;

(ii) prendre les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information ait pris connaissance des obligations légales et réglementaires liées audit accès et soit avertie des sanctions applicables en cas d'utilisation ou de transmission indue de cette information ;

(iii) mettre en place les dispositifs nécessaires permettant une publication immédiate, exacte, précise et sincère de cette information dans le cas où il ne parviendrait plus à en assurer la confidentialité.

[20] Tels que les « *roadshows* ».

1.2.2.2. Les modalités de notification d'un différé de publication de l'information privilégiée

Procédure

Lorsqu'un émetteur, en raison de l'existence d'un intérêt légitime, prend la décision de différer la publication d'une information privilégiée qui le concerne, il lui appartient d'estimer la date à laquelle il devra publier cette information, afin de préparer d'ores et déjà le contenu de la notification du différé de publication de ladite information qu'il doit adresser à l'autorité compétente.

A ce titre, l'émetteur doit mettre en place des procédures internes adéquates, lui permettant de sauvegarder les données qui lui permettront ultérieurement de justifier, si cela lui était demandé, que les conditions requises pour pouvoir différer la publication de l'information privilégiée étaient bien remplies.

L'article 4.1 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées prévoit, en effet, que dans le cadre d'un différé d'information privilégiée, « *les émetteurs* […] *utilisent des modalités techniques qui garantissent l'accessibilité, la lisibilité et la conservation sur un support durable des informations suivantes :*

« *a. la date et heure :*
- *i. auxquelles les informations privilégiées ont existé pour la première fois au sein de l'émetteur* […] *;*
- *ii. auxquelles la décision de différer la publication des informations privilégiées a été prise ;*
- *iii. auxquelles l'émetteur […] est susceptible de divulguer les informations privilégiées ;*

« b. l'identité des personnes au sein de l'émetteur […] qui :
- *i. ont décidé du report de la publication, ainsi que de la date probable de son début et de sa fin ;*
- *ii. ont assuré le suivi continu des conditions du report ;*
- *iii. ont décidé de publier les informations privilégiées ;*
- *iv. ont transmis les informations demandées sur le report et l'explication écrite à l'autorité compétente ;*

« *c. la preuve que les conditions visées à l'article 17 (4) du règlement (UE) n° 596/2014 étaient initialement remplies et la preuve de tout changement survenu durant la période de report en ce qui concerne le respect de ces conditions, notamment :*
- *i. les barrières à l'information qui ont été mises en place en interne et à l'égard de tiers afin d'empêcher d'accéder à des informations privilégiées les personnes qui n'ont pas besoin de ces informations pour exercer normalement leur fonction, leur profession ou leurs tâches au sein de l'émetteur […] ;*
- *ii. les dispositifs mis en place pour publier sans délai les informations privilégiées pertinentes lorsque la confidentialité n'est plus garantie ».*

Notification à l'AMF

Conformément à l'article 17.4 de MAR, lorsqu'un émetteur a différé la publication d'une information privilégiée en raison de l'existence d'un intérêt légitime, il informe l'AMF *a posteriori*, « *immédiatement après la publication de l'information* », qu'il vient de publier une information privilégiée dont il avait antérieurement décidé de différer la publication (*cf.* point 1.2.2.1 ci-avant).

Dans sa notification, l'émetteur identifie l'information privilégiée qui a fait l'objet du différé.

L'article 4.3 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées prévoit que les informations suivantes doivent être fournies :

a) « *l'identité de l'émetteur* […] *: dénomination légale complète ;*

b) l'identité de la personne qui a effectué la notification : nom, prénom, fonction au sein de l'émetteur […] *;*

c) les coordonnées de la personne qui a effectué la notification : adresse de courrier électronique et numéro de téléphone professionnels ;

d) l'identification des informations privilégiées dont la publication a été différée : titre de la déclaration de publication, numéro de référence (lorsque le système utilisé pour diffuser les informations privilégiées en assigne un), la date et l'heure de la publication des informations privilégiées ;
e) la date et l'heure de la décision de différer la publication des informations privilégiées ;
f) l'identité de toutes les personnes responsables de la décision de différer la publication des informations privilégiées ».

L'Autorité des marchés financiers peut, à sa discrétion et en complément, décider de solliciter, auprès de l'émetteur qui a différé la publication d'une information privilégiée et l'en a informée au moment où la publication est finalement intervenue, des explications écrites sur la manière dont les trois conditions permettant le différé ont été satisfaites[21]. L'émetteur est tenu de répondre sans délai[22] à cette demande d'explications en précisant notamment les raisons qui ont motivé le différé de publication de l'information privilégiée et, plus généralement, la façon dont les trois conditions exigées par MAR ont été respectées.

En application de l'instruction DOC-2016-07, l'ensemble de ces informations doivent être transmises à l'AMF par écrit, sous forme électronique, à l'adresse suivante : differepublication@amf-france.org.

⇨ Accès à l'instruction DOC-2016-07 sur les modalités d'information de l'AMF sur le différé de publication

1.2.3. Le différé d'information lié à la préservation de la stabilité du système financier

Aux termes de l'article 17.5 de MAR, « *afin de préserver la stabilité du système financier, un émetteur qui est un établissement de crédit ou un établissement financier peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, y compris les informations liées à un problème temporaire de liquidité, et notamment à la nécessité d'une aide d'urgence en matière de liquidité de la part d'une banque centrale ou d'un prêteur en dernier ressort, à condition que toutes les conditions suivantes soient satisfaites* :
a) la publication de l'information privilégiée risque de nuire à la stabilité financière de l'émetteur et du système financier ;
b) il est dans l'intérêt public de différer sa publication ;
c) la confidentialité de cette information peut être assurée ; et
d) l'autorité compétente […] *a consenti à ce que la publication soit différée au motif que les conditions énoncées aux points a), b) et c) sont satisfaites* ».

L'article 17.6 de MAR précise que cette procédure d'autorisation préalable ne s'applique pas si l'établissement de crédit ou l'établissement financier diffère la publication d'une information privilégiée en raison d'une atteinte à l'un de ses intérêts légitimes respectant les trois conditions prévues par l'article 17.4 (*cf. supra*).

En revanche, si l'établissement de crédit ou l'établissement financier diffère la publication d'une information privilégiée en raison d'un risque pour la stabilité du système financier, il doit alors solliciter l'accord préalable de l'autorité compétente. L'article 5.1 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées prévoit ainsi qu'« *un émetteur qui est un établissement de crédit ou établissement financier notifie par écrit à l'autorité compétente son intention de différer la publication d'informations privilégiées afin de préserver la stabilité du système financier* […] ». En application de l'instruction de l'AMF DOC-2016-07, l'émetteur prend contact avec son interlocuteur de la Direction des émetteurs, qui lui indiquera les modalités pratiques d'échange sécurisé.

Ainsi, les émetteurs ayant la qualité d'établissement de crédit ou d'établissement financier ne peuvent prendre l'initiative de différer la publication d'une information privilégiée en invoquant *a posteriori* le fait qu'une publication immédiate pourrait nuire à la stabilité financière et à l'intérêt public justifiant le différé.

[21] Article 17.4 de MAR : l'émetteur « *fait état, par écrit, de la manière dont les conditions énoncées au présent paragraphe ont été satisfaites* », mais « *à titre de solution de substitution, les Etats membres peuvent prévoir que l'enregistrement de ces explications ne doit être présenté que sur demande de l'autorité compétente précisée au paragraphe 3* ».

[22] Article 223-2 du règlement général de l'AMF.

Néanmoins, ils peuvent formuler une demande motivée et écrite en ce sens auprès de l'Autorité des marchés financiers[23], en démontrant que les conditions exigées sont remplies, notamment en faisant état de l'existence d'un risque sérieux pour la stabilité financière et d'un intérêt public.

L'AMF doit communiquer à l'émetteur sa décision d'accepter ou non le différé de publication par écrit et de façon sécurisée, après avoir consulté, s'il y a lieu, la banque centrale nationale ou l'autorité macro-prudentielle ou toute autre autorité nationale compétente et vérifié que chacune des conditions requises est remplie, notamment l'importance systémique de l'information privilégiée ainsi que l'intérêt public à en différer la publication.

Si l'AMF n'autorise pas le report de la publication, l'émetteur communique l'information privilégiée immédiatement.

Si l'AMF l'autorise, elle évalue au moins chaque semaine que les conditions restent satisfaites[24]. En outre l'article 5.3 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées prévoit que l'émetteur transmet toute nouvelle information qui pourrait avoir une incidence sur la décision de l'autorité compétente concernant ce différé, selon les mêmes modalités et en utilisant la même adresse électronique que celle utilisée pour la demande initiale.

En ce qui concerne l'exigence de confidentialité posée par l'article 17.5 c) de MAR, il convient de se référer aux développements figurant au point 1.2.2.1 ci-avant.

1.2.4. La fin du différé de publication de l'information privilégiée

En cas de différé de publication, l'examen du respect des conditions de ce différé doit être fait selon une périodicité régulière.

Dès lors que les conditions permettant le différé de publication ne sont plus remplies, l'émetteur doit en effet rendre publique, dès que possible, l'information privilégiée dont la publication a été différée.

En outre, lorsqu'un émetteur prend la décision de différer la publication d'une information privilégiée qui le concerne et qu'il détient, il lui appartient d'en assurer la confidentialité.

L'article 17.7 de MAR prévoit que « *si la publication d'une information privilégiée a été différée* […] *et que la confidentialité de cette information privilégiée n'est plus assurée, l'émetteur* […] *publie cette information privilégiée dès que possible. Le présent paragraphe inclut les situations où une rumeur fait explicitement référence à une information privilégiée dont la publication a été différée* […]*, lorsque cette rumeur est suffisamment précise pour que la confidentialité de cette information ne soit plus assurée* » (*cf.* point 1.4.1 ci-après).

L'article 17.8 de MAR dispose également : « *lorsque un émetteur* […] *ou une personne agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions* […]*, ils sont tenus de rendre cette information intégralement et effectivement publique, simultanément en cas de communication intentionnelle et rapidement en cas de communication non intentionnelle ».* Cette obligation ne s'applique pas « *lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle* ».

1.3. Les modalités de publication de l'information privilégiée

[23] Dans les cas où l'Autorité des marchés financiers est l'autorité compétente.

[24] Article 17.6 de MAR.

1.3.1. La publication par un émetteur coté sur un marché réglementé ou dont l'admission des titres a été demandée

Lorsque l'information privilégiée est relative à un émetteur dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou dont l'admission des titres a été demandée, cette information relève de l'information réglementée et doit alors faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale au sens de l'article 221-4 II du règlement général de l'AMF.

Pour plus de renseignements sur les modalités de diffusion de l'information, il convient de se référer aux points 13.2 et suivants du guide de l'information périodique.

⇨ Accès à la position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé

1.3.2. La publication par un émetteur coté sur un MTF ou OTF ou dont l'admission des titres a été demandée

Lorsque l'information privilégiée est relative à un émetteur dont les titres sont cotés ou dont l'admission des titres a été demandée sur un MTF (notamment Euronext Growth et Euronext Access) ou un OTF, en application de l'article 2 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées, ces émetteurs doivent publier l'information privilégiée en utilisant « *des modalités techniques qui garantissent :*

a. une diffusion des informations privilégiées :
   i. à un public aussi large que possible, sans aucune discrimination ;
   ii. gratuite ;
   iii. simultanée dans l'ensemble de l'Union.

b. les informations privilégiées sont communiquées, directement ou par l'intermédiaire d'un tiers, aux médias dont le public peut raisonnablement attendre qu'ils diffusent efficacement ces informations. Cette communication est transmise par des moyens électroniques qui préservent l'exhaustivité, l'intégrité et la confidentialité des informations durant la transmission de celles-ci et précise clairement :
   i. le caractère d'information privilégiée des informations communiquées ;
   ii. l'identité de l'émetteur […] *: dénomination légale complète ;*
   iii. l'identité de la personne qui a effectué la notification : nom, prénom, fonction au sein de l'émetteur […] *;*
   iv. l'objet des informations privilégiées ;
   v. *la date et l'heure de la communication aux médias* ».

Les émetteurs doivent garantir l'exhaustivité, l'intégrité et la confidentialité d'une telle communication en remédiant le plus tôt possible à toute défaillance ou perturbation dans la communication de l'information privilégiée.

Les émetteurs doivent également déposer auprès de l'AMF les informations privilégiées qu'ils publient en application de l'article 221-5 du règlement général de l'AMF.

L'article 221-3 du règlement général prévoit que les émetteurs sont présumés satisfaire à cette obligation de diffusion et à celle de dépôt auprès de l'AMF lorsqu'ils transmettent l'information réglementée, par voie électronique, à un diffuseur professionnel qui respecte les modalités de diffusion décrites dans l'article 2 règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées et qui est inscrit sur une liste publiée par l'AMF.

⇨ Accès à la position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé

Suite à la diffusion d'une fausse information relative au titre Vinci en novembre 2016, l'AMF a entamé une réflexion quant aux bonnes pratiques en matière de diffusion de l'information. L'AMF a émis une nouvelle recommandation en février 2017 :

Recommandation :

L'AMF souhaite en premier lieu rappeler aux sociétés cotées que les dispositions relatives à la diffusion effective et intégrale telle que définie par la directive Transparence et ses règlements d'exécution précisent que « *les informations réglementées sont communiquées aux médias d'une manière qui garantisse la sécurité de la communication, qui minimise le risque de corruption des données et d'accès non autorisé et qui apporte toute certitude quant à leur source ».* Par ailleurs, le texte du règlement européen sur les abus de marché précise que *« les informations privilégiées sont communiquées, directement ou par l'intermédiaire d'un tiers, aux médias dont le public peut raisonnablement attendre qu'ils diffusent efficacement ces informations. Cette communication est transmise par des moyens électroniques qui préservent l'exhaustivité, l'intégrité et la confidentialité des informations durant la transmission de celles-ci* […] ».

L'AMF recommande aux émetteurs de renforcer leurs bonnes pratiques, comme certains l'ont déjà fait. En particulier, ils devraient :

- **sensibiliser en interne les équipes impliquées dans le processus de gestion de la diffusion de l'information réglementée à l'éventualité d'un cas similaire ;**
- **envoyer simultanément aux diffuseurs professionnels tout communiqué adressé aux agences de presse ;**
- **communiquer autant que possible en dehors des périodes de cotation sans pour autant exclure toute communication en séance qui pourrait être indispensable au regard du règlement abus de marché ;**
- **mettre en place des procédures fiables qui garantissent une transmission et un accès sécurisés en passant notamment par un diffuseur (sous réserve d'une gestion rigoureuse des codes d'accès permettant l'envoi des communiqués de presse à ce même diffuseur) et renforcer la sécurité des transmissions électroniques pour les émetteurs qui souhaitent conserver un canal de diffusion complémentaire à destination de certains acteurs (analystes, investisseurs, médias, journalistes…);**
- **mettre en place un dispositif de veille : identification des noms de domaines proches de celui de l'émetteur, détection de faux sites internet, dispositif pour que le site ne soit pas dupliqué, etc. ;**
- **prévoir et tenir à jour une procédure d'urgence permettant de réagir au plus vite (personnes impliquées, chaine de décision, communiqué de démenti " type ", connaissance de ses interlocuteurs à l'AMF et chez Euronext, etc.) ;**
- **se tenir informé des nouveaux modes de piratage, d'usurpation d'identité, etc. ; et adapter les dispositifs en conséquence.**

L'AMF encourage par ailleurs les agences de presse à compléter leurs procédures opérationnelles en :

- **se tenant informées de toutes les nouvelles possibilités d'usurpation d'identité, de piratage et en adaptant leur organisation en conséquence ;**
- **vérifiant le nom de domaine et la syntaxe de l'adresse mail source de l'information ;**
- **s'assurant de la présence d'une certification de l'e-mail de l'émetteur, lorsque ce procédé a été mis en place chez l'émetteur ;**
- **vérifiant l'information auprès du canal des diffuseurs agréés par l'AMF.**

1.3.3. L'archivage des informations privilégiées publiées par l'émetteur

L'article 17.1 de MAR prévoit que « *l'émetteur affiche et conserve sur son site internet pour une période d'au moins cinq ans, toutes les informations privilégiées qu'il est tenu de publier* […] ».

Cette mise en ligne n'est pas un moyen de diffusion de l'information (celle-ci doit être faite selon les modalités décrites au point 1.3.2), mais de conservation de l'information. Il convient néanmoins de veiller à ce que la mise en ligne intervienne simultanément à la diffusion du communiqué.

L'article 3 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées précise que les sites internet des émetteurs doivent satisfaire « *aux exigences suivantes :*

a. *ils permettent aux utilisateurs d'accéder sans discrimination et gratuitement aux informations privilégiées qu'ils contiennent ;*

b. *ils permettent aux utilisateurs de localiser les informations privilégiées dans une rubrique facilement identifiable ;*

c. *ils garantissent que les informations privilégiées publiées portent clairement la date et l'heure de leur publication et qu'elles sont classées chronologiquement* »[25].

Des recommandations complémentaires sur la mise à disposition de l'information sur le site internet sont présentées au point 1.6.4.

Pour plus de précisions sur les modalités de dépôt auprès de l'AMF, il convient de se référer au guide de l'information périodique.

⇨ Accès à la position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé

1.4. Cas particuliers d'information privilégiée

1.4.1. Gestion des rumeurs

Un émetteur n'a pas l'obligation de communiquer à la suite de toutes les rumeurs le concernant. Toutefois, en application de l'article 17.7 de MAR, « *si la publication d'une information privilégiée a été différée*[26] […] *et que la confidentialité de cette information privilégiée n'est plus assurée, l'émetteur* […] *publie cette information privilégiée dès que possible* ».

Cet article précise ainsi que son champ d'application « *inclut les situations où une rumeur fait explicitement référence à une information privilégiée dont la publication a été différée* […] *lorsque cette rumeur est suffisamment précise pour que la confidentialité de cette information ne soit plus assurée* ».

Par ailleurs, en cas de rumeur liée à un contexte d'offre publique, il convient aussi de se référer aux articles 223-32 à 223-35 du règlement général de l'AMF. Enfin, des recommandations complémentaires sur l'utilisation des médias sociaux pour la gestion des rumeurs sont présentées au point 1.6.4.

[25] En application de l'article 17.9 de MAR, si les informations privilégiées concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché de croissance des PME (« *SME Growth Market* »), ces informations peuvent être publiées sur le site internet de la plate-forme de négociation au lieu du site internet de l'émetteur si celle-ci a choisi de fournir ce service aux émetteurs opérant sur ce marché. Dans cette hypothèse, le site de la plate-forme de négociation doit également répondre aux conditions prévues par l'article 3 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées.

[26] Sur le différé de publication d'une information privilégiée se référer au point 1.2.2 ci-avant.

1.4.2. Avertissement sur résultats (« *profit warning* »)

Une politique de communication claire et stable dans le temps devrait permettre aux sociétés de ne pas se trouver dans une situation où elles doivent publier en urgence un avertissement sur résultats (« *profit warning* »). Néanmoins, en dépit des efforts des sociétés tendant à améliorer la qualité et la régularité de leur information financière, un émetteur peut se trouver dans une situation où il doit, au titre de ses obligations d'information permanente, publier un avertissement sur résultats, à la hausse ou à la baisse.

Dans ce cadre, l'AMF rappelle que :

- en application de l'article 17.1 du règlement MAR, « *tout émetteur doit rendre publique, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* » ;
- en application de l'article 7 du règlement MAR une information privilégiée est « *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 cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* » ;
- une telle communication doit satisfaire dans son contenu à l'obligation de présenter une information à caractère précis, s'agissant d'une information privilégiée et revêtir, comme toute information donnée au public, un caractère exact précis et sincère[27] ;
- un émetteur peut se prévaloir d'un intérêt légitime justifiant le différé d'une telle information privilégiée uniquement s'il remplit trois conditions cumulatives exposées précédemment[28] ;
- les orientations de l'ESMA reprises dans les positions ci-dessus dans la section 1.2.2.1 donnent une liste **indicative** (i) des intérêts légitimes des émetteurs permettant de justifier le report de la publication d'une information privilégiée et (ii) des situations dans lesquelles un tel report n'est pas admis parce qu'il est susceptible d'induire le public en erreur[29]. Ces situations incluent celles où l'information privilégiée dont l'émetteur souhaite différer la publication « *diffère des annonces publiques ou des objectifs financiers communiqués par l'émetteur ou des attentes du marché basées sur des signaux envoyés à celui-ci par l'émetteur* ».

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs d'être particulièrement vigilants quant au respect de l'obligation de communiquer dès que possible une information privilégiée, lorsqu'ils constatent que les résultats ou d'autres indicateurs de performance qu'ils anticipent :

- **devraient s'écarter des résultats ou autres indicateurs de performance anticipés par le marché même si l'émetteur n'a pas communiqué d'objectifs ou de prévisions au marché ou qu'il n'existe pas de consensus de marché ; et**
- **que ces résultats ou autres indicateurs de performance seraient susceptibles d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers de cet émetteur ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.**

La commission des sanctions a rendu plusieurs décisions portant sur la publication de « *profit warning* »[30]

[27] Article 223-1 du règlement général de l'AMF.

[28] *Cf.* point 1.2.2.1. « *les situations de nature à justifier un différé de communication de l'information privilégiée* » du présent guide.

[29] [Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR ») - Retard de la publication d'informations privilégiées – ESMA/2016/1478

[30] Commission des sanctions de l'AMF, 3 mars 2015, SAN-2015-04. Une société et son directeur général ont manqué à leur obligation d'information du public en ne communiquant pas « *dès que possible* » au public l'information privilégiée selon laquelle l'objectif de résultat d'exploitation tel qu'annoncé au marché ne serait pas atteint. Cette information a en effet été communiquée au minimum trois semaines après avoir été connue en interne. Lorsqu'un décalage entre l'objectif de résultat d'exploitation communiqué au marché et les données prospectives disponibles en interne ne cesse de s'aggraver et que l'impossibilité d'atteindre ses objectifs est avérée pour la société, l'information selon laquelle l'objectif de résultat ne sera pas atteint est précise, peu important que les chiffres relatifs aux résultats n'aient été que provisoires et non fiables. L'information n'étant pas publique et étant susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernées, la société est dans l'obligation de la communiquer au marché (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

Voir en complément commission des sanctions de l'AMF, 2 avril 2015- SAN-2015-07. Une société, qui ne publie pas de prévisions de résultats, mais qui avait communiqué un résultat net déficitaire relatif au premier semestre de l'exercice de -2,7 millions d'euros, est tenue à l'obligation de communiquer dès que possible sur le caractère fortement déficitaire de son résultat net annuel consolidé après impôts. Au regard des informations communiquées au public, et notamment celles, rassurantes, sur le soutien des partenaires bancaires, et celles,

Lorsqu'un tel écart porte uniquement sur les hypothèses économiques retenues (ex : taux de change, anticipations différentes sur l'évolution du prix des matières premières entre la société et les analystes), la société n'a pas d'obligation d'apporter des précisions supplémentaires.

Cependant, si les dirigeants concluent que cet écart provient d'une explication insuffisante de la stratégie de l'entreprise, de ses déterminants économiques propres[31] ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes, une communication spécifique devrait intervenir pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant ce ou ces éléments. Il relève en effet de la responsabilité des sociétés d'initier cette communication bien en amont afin qu'elles ne se trouvent pas dans une situation où elles doivent publier en urgence un avertissement sur résultats. Cette communication peut être suivie d'une réunion d'analystes.

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs d'être particulièrement vigilants quant au respect de l'obligation de communiquer dès que possible dès lors qu'ils constatent que le marché ne dispose pas des informations nécessaires lui permettant d'apprécier correctement l'impact de la stratégie annoncée, de ses déterminants économiques propres ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes sur ses performances.

Au-delà de l'explication ponctuelle attendue, le contenu de cette communication devrait également privilégier les éléments qualitatifs et d'ordre stratégique ainsi que les mesures que la société a prévues de prendre, le cas échéant, afin que le marché puisse apprécier sa capacité à maîtriser les évènements.

1.4.3. Date de détachement du dividende

Les caractéristiques du dividende d'une action telles que son montant ou sa date de détachement ont un impact direct sur sa valorisation et sur celle des instruments financiers et des dérivés qui lui sont rattachés, directement ou par le biais d'un indice.

A la différence de l'actionnaire, le détenteur d'une option ou d'un contrat sur action ne dispose pas en effet d'un droit au versement d'un dividende lorsque celui-ci intervient pendant la durée de vie de l'option. En cas de mise en paiement du dividende pendant la durée de vie de l'option, le cours de l'action est théoriquement susceptible de diminuer de la valeur du dividende versé (hors effets de la fiscalité, par hypothèse de simplification). Cette décote est sans effet pour l'actionnaire qui percevra, séparément, le dividende venant compenser cette perte de valeur. En revanche, le détenteur de l'option subira cette dépréciation.

En effet, le détenteur de l'option, tant qu'il pas levé l'option, n'est pas propriétaire de l'action sous-jacente de sorte qu'il ne bénéficie d'aucun des droits qui lui sont attachés. Les caractéristiques des contrats financiers standardisés ne prévoient en général pas de mécanisme d'ajustement.
En conséquence, les intervenants des marchés de dérivés doivent pouvoir anticiper les versements de dividendes.

Plusieurs cas de communication tardive ou incomplète sur le versement de dividendes ont ainsi pu causer des effets sur le cours des dérivés liés aux actions.

engageantes, sur la mise en œuvre du plan de restructuration, l'information relative au caractère fortement déficitaire du résultat net, de l'ordre de -5 millions d'euros après impôts, n'était pas « *raisonnablement prévisible* », mais bien de nature à surprendre les investisseurs. Cette information était « *une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement* » et partant « *susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés* ». Voir également, rejetant les recours formés contre cette décision, Cour d'appel de Paris, 24 mars 2016 (décisions rendues sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

La liste non exhaustive des décisions suivantes pourra être utilement consultée en complément. Certaines de ces décisions, faisant l'objet de pourvois en cours, ne sont pas définitives. Ces décisions ont été rendues sous l'empire de textes antérieurs à l'entrée en vigueur du règlement MAR. Elles sont citées afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR mais qui pourraient donner lieu à une interprétation différente à l'avenir : Décisions de la Commission des sanctions de l'AMF : 23 juillet 2015 SAN-2015-15 ; 30 mai 2015 (SAN-2015-10); 19 mai 2014 (SAN-2014-09) ; 18 décembre 2014 (SAN- 2014-22).

[31] Dans une telle situation, le marché peut s'attendre à une performance équivalente sur l'exercice clos sur une période identique en N-1.

L'ESMA a publié un document de questions-réponses qui aborde notamment ce sujet. Il y est rappelé que la définition de l'information privilégiée inclut expressément l'information relative à un émetteur d'instruments financiers qui est susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers dérivés qui leurs sont liés.

L'ESMA relève que l'information sur les dividendes prévus ou sur les changements de politique en matière de dividendes a un effet sur la formation des prix des dérivés et doit donc être considérée comme une information privilégiée.

L'ESMA invite par conséquent les émetteurs, spécialement ceux dont les actions sont incluses dans des indices de référence et constituent des sous-jacents de produits dérivés cotés, à prêter une attention particulière à cette problématique afin d'assurer une application efficace et harmonieuse de leurs obligations d'information permanente.

Position :

En raison de leur impact potentiel sur la valorisation des instruments financiers et dérivés qui leur sont liés, les informations relatives au dividende par action telles que le montant provisoire ou final du dividende par action, la nature du versement (dividende ordinaire ou exceptionnel) ou la date de son détachement sont des informations privilégiées au sens de l'article 7 de MAR.

Ainsi, les émetteurs qui choisissent une date de détachement de dividende sensiblement différente de celle retenue lors de l'exercice précédent communiquent cette nouvelle date dès que possible, permettant aux acteurs des marchés de produits dérivés d'intégrer cette information dans leur modèle de valorisation des instruments financiers et dérivés liés à leur titre de capital.

Les mêmes principes s'appliquent lorsque les émetteurs modifient leur politique de distribution de dividendes en prévoyant un ou plusieurs acomptes sur dividendes ou en changeant la date de détachement de ces acomptes.

S'agissant d'informations privilégiées, elles doivent être rendues publiques dès que possible aux termes de l'article 17 de MAR.

Les émetteurs doivent prêter une attention particulière à ce thème lorsqu'ils répondent à des questions posées par des investisseurs, afin de s'assurer que seule l'information précédemment divulguée est fournie dans leurs réponses et qu'aucune communication sélective ou non intentionnelle sur la politique de dividende n'a lieu. La plupart des émetteurs parvient toutefois à informer le marché de la date de détachement du dividende très en amont de sa mise en paiement effective.

⇨ Accès aux questions-réponses de l'ESMA sur le règlement Abus de marché

1.4.4. Émetteurs en difficulté

Dans le cadre de la mission qui lui est confiée de veiller à la bonne information des investisseurs, l'Autorité des marchés financiers est particulièrement attentive à l'information financière diffusée par les émetteurs en difficulté dont les titres financiers sont cotés.

Dans cette hypothèse, les administrateurs et mandataires judiciaires sont confrontés à une problématique particulière liée au droit boursier, celle d'informer le public dans les conditions fixées par les dispositions applicables et le droit des entreprises en difficulté qui autorisent à maintenir la confidentialité de certaines informations, telles celles relatives à un mandat *ad hoc*.

1.4.4.1. Principes généraux

De manière générale, quelle que soit la nature de la procédure engagée, préventive (mandat *ad hoc*, conciliation) ou collective (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaire), l'émetteur demeure redevable d'informations au marché.

Le déclenchement de l'une de ces procédures et son exécution dans le temps ne suspendent pas, par principe, les obligations d'information périodique et permanente imposées par la réglementation boursière.

L'information financière périodique doit en effet être donnée au marché, quelles que soient les difficultés auxquelles fait face la société cotée et sa situation au regard du déclenchement d'une procédure de prévention ou collective.

La mise en œuvre de l'obligation d'information dite permanente est plus complexe au regard de la confidentialité des procédures de prévention des difficultés des entreprises (mandat *ad hoc* et conciliation). A l'inverse, aucune confidentialité n'étant attachée au déroulement des procédures collectives (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaires), le principe d'obligation d'information permanente doit recevoir, dans ces situations, une pleine application.

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs en difficulté financière engagés dans une procédure préventive (mandat *ad hoc*, conciliation) ou collective (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaires), d'être particulièrement vigilants quant au respect de l'obligation d'information du marché dès que possible lors des différentes étapes de ces procédures et notamment : à l'issue des négociations avec les créanciers pour les sociétés engagées dans une procédure préventives, à l'ouverture d'une procédure collective, lors de la réception des offres de reprise, ou à l'occasion de la modification des échéances de la procédure.

Recommandation :

L'AMF recommande à tout émetteur qui rencontre des difficultés financières d'être particulièrement diligent sur l'évolution de son niveau d'endettement et de sa trésorerie disponible lors de ses communications périodiques.

1.4.4.2. Les procédures de prévention des difficultés des entreprises

Dans le cadre des procédures de prévention des difficultés des entreprises (mandat *ad hoc* et conciliation), se trouve posée la question de l'articulation de normes en apparence contradictoires :

- la confidentialité au titre des procédures de prévention des difficultés des entreprises sur le fondement de l'article L. 611-15 du code de commerce qui s'applique à « *toute personne qui est appelée à la procédure de conciliation ou à un mandat ad hoc ou qui, par ses fonctions, en a connaissance* » ; et
- l'obligation d'information permanente (article 17.1 de MAR et articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF).

Information de l'AMF

Ce principe de confidentialité ne saurait conduire l'émetteur à ne donner aucune information à l'AMF sur sa situation financière.

L'AMF ainsi informée, tout en préservant la confidentialité de l'information, sera alertée sur une situation qui nécessite une vigilance particulière au regard des obligations d'information de la société et du fonctionnement du marché. Cette information peut prendre la forme d'une réunion à l'AMF avec le dirigeant, le mandataire *ad hoc* ou le conciliateur et les commissaires aux comptes.

Cette recommandation de l'AMF d'être informée de l'existence d'une procédure de prévention vise à permettre l'instauration d'un dialogue régulier avec la société en liaison avec le mandataire *ad hoc* ou le conciliateur, et à vérifier que l'information financière communiquée par la société est adéquate.

Recommandation :

Il est recommandé aux émetteurs d'informer l'AMF dès l'ouverture d'une procédure de prévention des difficultés de la société et de son évolution dans le temps.

Information du marché de l'ouverture d'une procédure de prévention

Par principe, l'obligation d'information permanente du marché s'applique également aux émetteurs en procédure de prévention puisqu'en application de l'article 17.1 de MAR, « *tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* ». Toutefois, ce principe connaît une exception, en application de l'article 17.4 de MAR, tenant à la possibilité de différer la publication de cette information afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes sous réserve de satisfaire trois conditions cumulatives (*cf.* point 1.2.2 ci-avant).

En conséquence, le marché peut ne pas être informé de l'ouverture d'une procédure de prévention (mandat *ad hoc* et conciliation) bien que cette information soit une information privilégiée dès lors que les conditions de différé de publication d'une information privilégiée sont remplies (l'émetteur justifie d'un intérêt légitime, l'absence de publication n'induit pas le public en erreur et l'émetteur est en mesure d'assurer que la procédure reste confidentielle).

Information du marché sur la situation financière de l'émetteur en cours de procédure de prévention

Tout en préservant la confidentialité de la procédure en cours, l'émetteur doit tenir régulièrement informé le marché de l'état des difficultés rencontrées dans le cadre de ses obligations d'information permanente et périodique.

1.4.4.3. Les procédures collectives

En cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires, le code de commerce n'impose aucune confidentialité particulière. Au contraire, il prévoit que les jugements d'ouverture de ces procédures collectives donnent lieu à une publicité au Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC), dans un journal d'annonces légales et au Registre du commerce et des sociétés (RCS)[32].

[32] Les obligations de mentionner le jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde au Registre du commerce et des sociétés (RCS), d'insérer un avis de ce jugement dans le au Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC) et dans un journal d'annonces légales (JAL) du lieu du siège du débiteur sont prévues par l'article R. 621-8 du code de commerce. Ces dispositions sont applicables à la procédure de redressement judicaire (article R. 631-7 du code de commerce) et à la procédure de liquidation judiciaire (article R. 641-7 du code de commerce).

Ces publications ne constituent pas à elles seules une diffusion effective et intégrale au sens du règlement MAR et l'émetteur demeure redevable d'une information du marché (voir 1.3). Il est à cet égard rappelé que l'existence d'une procédure collective ne saurait prémunir l'émetteur et/ou le dirigeant d'une sanction prononcée par la commission des sanctions de l'AMF pour défaut d'information du marché.

Lorsque l'administrateur judiciaire est investi d'une mission d'administration de la société, il est responsable de l'information communiquée au marché et, à ce titre, peut être sanctionné par la commission des sanctions de l'AMF.

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs de l'informer dès l'ouverture de la procédure collective.
Elle recommande également de préciser le calendrier prévisionnel dans le communiqué informant de l'ouverture de la procédure collective.

Enfin, ces situations de difficultés financières se traduisent souvent par la nécessité pour les émetteurs de procéder à des recapitalisations par conversion de créances et/ou apports de fonds. Ces opérations requièrent généralement un prospectus et sont soumises au visa de l'AMF. Elles sont souvent très délicates et nécessitent une présentation préalable aux services de l'AMF afin de s'assurer de leur conformité à la réglementation.

1.4.5. L'information trimestrielle ou intermédiaire

Cf. point 4.1 de la position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé.

⇨ Accès à la position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé

1.4.6. Autres obligations d'information permanente

L'article 223-21 du règlement général de l'AMF prévoit que certaines informations doivent systématiquement faire l'objet d'une communication auprès du public de la part des émetteurs cotés sur un marché réglementé selon les mêmes modalités que l'information privilégiée. Il s'agit de :

« 1° Toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions, y compris les droits attachés aux instruments dérivés émis par l'émetteur et donnant accès aux actions dudit émetteur ;

« *2° Toute modification des conditions de l'émission susceptibles d'avoir une incidence directe sur les droits des porteurs des instruments financiers autres que des actions.* »

Par ailleurs, l'article 223-19 du règlement général de l'AMF prévoit que les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé communiquent tout projet de modification de leurs statuts sans délai, et au plus tard à la date de convocation de l'assemblée générale, à l'AMF, ainsi qu'aux personnes qui gèrent les marchés réglementés de l'Espace économique européen sur lesquels leurs titres sont admis aux négociations.

Pour les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché autre qu'un marché réglementé, ces informations ne doivent être publiées que si elles constituent des informations privilégiées.

1.5. Les autres grands principes de la communication financière

Outre les principes spécifiquement liés à la publication des informations privilégiées, les émetteurs doivent également respecter d'autres grands principes en matière de communication financière.

1.5.1. Les caractères exact, précis et sincère de l'information

L'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère, conformément à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, c'est-à-dire être exempte d'erreurs.

Cette obligation s'impose tant au regard des informations dont la communication au public est exigée par la réglementation qu'aux informations communiquées volontairement par l'émetteur. Les caractères exact, précis et sincère d'une information s'apprécient à la date à laquelle l'information est communiquée.

S'agissant du caractère précis de l'information, il diffère de celui de l'exactitude en ce qu'une information en elle-même exacte pourrait, en effet, être imprécise si l'émetteur a par ailleurs omis de communiquer une autre information ou un élément d'information qui aurait été susceptible de modifier l'appréciation de sa situation par le marché.

S'agissant du caractère sincère, il implique que soient communiqués par l'émetteur tant les aspects positifs que négatifs de l'information considérée.

1.5.2. Le principe d'égalité d'accès à information

Les émetteurs doivent également veiller à respecter le principe d'égalité d'accès à l'information :

- entre les analystes et le public[33], en application de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF selon lequel « *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* »[34] ; et
- entre les différentes places de cotation sur lesquelles les titres sont négociés, en application de l'article 223-8 du règlement général de l'AMF qui dispose que « *tout émetteur doit assurer en France de manière simultanée une information identique à celle qu'il donne à l'étranger dans le respect des dispositions de l'article 223-1* ».

Dès lors, si une société communique une information financière à certains investisseurs, analystes ou partenaires financiers (par exemple lors de « *roadshows* », de rendez-vous individuels ou collectifs ou dans le cadre de contrats de financement) dans quelque pays que ce soit, cette information doit également être mise à la disposition du public. S'il s'agit d'une information privilégiée, elle doit être diffusée sous la forme d'un communiqué dans les conditions fixées par l'article 17 de MAR et selon les modalités prévues aux articles 221-3 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.5.3. Le principe de loyauté dans le choix du support de communication de l'information

L'information financière ne présente pas le même degré d'exhaustivité et de précision selon les différents supports par lesquels elle peut être communiquée. Le fait qu'un support de large diffusion ne comporte pas une indication figurant par ailleurs dans un autre support qui, tout en ayant une diffusion plus étroite, est normalement accessible, n'est pas, en soi, constitutif d'une irrégularité.

[34] Commission des sanctions de AMF, 18 décembre 2014, SAN-2014-22 (voir également, statuant sur les recours contre cette décision, Cour d'appel de Paris, 30/06/2016, RG2015/04/219) ; commission des sanctions de l'AMF, 3 mars 2015, SAN-2015-03.

Toutefois, la répartition de l'information entre différents supports ne doit pas faire perdre à celle-ci son caractère exact, précis et sincère. Ainsi, lorsqu'un support conçu pour une large diffusion comporte des indications susceptibles d'induire le public en erreur, la circonstance que la portée de ces indications pouvait être rectifiée par la consultation de supports de diffusion plus limitée ne saurait être utilement invoquée[35].

1.6. Les recommandations de l'AMF en matière de communication financière

La publication d'une information financière régulière et fréquente, selon un calendrier connu à l'avance par le marché, réduit les périodes d'incertitude et contribue ainsi à limiter les mauvaises surprises, à éviter de fortes corrections de cours et à améliorer la confiance des investisseurs. Dans ce cadre, l'AMF a souhaité recommander aux émetteurs quelques bonnes pratiques en la matière.

1.6.1. L'instauration d'une période d'« embargo » avant la publication des résultats annuels, semestriels ou trimestriels

Recommandation :

Afin de ne pas courir le risque de communiquer des informations financières parcellaires qui peuvent conduire leurs destinataires à anticiper les résultats de l'émetteur avant leur publication, l'AMF recommande aux émetteurs de faire précéder l'annonce de leurs résultats annuels, semestriels ou trimestriels d'une période pendant laquelle ils se refusent à donner aux analystes financiers et aux investisseurs des informations nouvelles sur la marche de leurs affaires et leurs résultats. Afin d'assurer une efficacité maximale à cette période d'« embargo », l'émetteur devrait sensibiliser ses principaux responsables, y compris opérationnels, susceptibles d'être interrogés.

La durée de cette période doit être adaptée aux spécificités de chaque émetteur, en tenant compte notamment de la plus ou moins grande rapidité de publication des résultats. Les émetteurs sont encouragés à fixer et faire connaître au marché une période maximale qui tient compte du processus de centralisation et de compilation de l'information comptable, afin de ne pas interrompre exagérément le nécessaire dialogue avec le marché. A titre indicatif, une période « d'embargo » de quinze jours avant la publication des résultats paraît satisfaisante.

Cette période d'« embargo » sur les résultats ne dispense toutefois pas l'émetteur de fournir au marché des informations sur tout fait relevant de l'obligation d'information permanente, ni ne l'empêche d'apporter, dans le respect du règlement européen sur les abus de marché, toute information nécessaire au marché en réponse à des déclarations ou informations publiques le mettant en cause.

1.6.2. La mise en place de procédures internes adaptées aux nécessités de la communication financière

Recommandation :

Les systèmes d'information des émetteurs en matière financière devraient comporter les instruments de collecte des informations nécessaires pour répondre aux besoins en matière de communication financière externe, et permettre de connaître rapidement les résultats tels qu'ils sont susceptibles de devoir être communiqués au marché.

[35] Commission des sanctions de l'AMF, 24 mai 2007, SAN-2007-18.

Une bonne maîtrise de la politique de communication financière élaborée par les dirigeants suppose que celle-ci obéisse à des procédures internes, qu'il est souhaitable de formaliser aussi précisément que possible afin de s'assurer de leur compréhension et de leur respect par les différentes personnes susceptibles d'être en contact avec des analystes, des représentants de la presse ou des investisseurs.

L'AMF encourage ainsi les émetteurs qui ne les auraient pas encore mis en place, notamment les PME, à se doter de systèmes d'information qui leur permettent de connaître rapidement les résultats qu'ils devraient communiquer au marché.

1.6.3. Le suivi du consensus, lorsqu'il en existe un

<u>Recommandation</u> :

Lorsque leurs titres sont suivis par des analystes, il est recommandé aux émetteurs de suivre le consensus qui les concerne de manière régulière, tout au long de l'année, et notamment de l'actualiser et le communiquer à la direction générale avant toute publication.

1.6.4. La communication des émetteurs sur leur site internet et sur les médias sociaux

L'AMF rappelle qu'en application de l'article 17 du règlement MAR, l'émetteur s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information privilégiée et met en ligne sur son site internet les informations réglementées dès leur diffusion.

En sus de ces obligations mentionnées au 1.3, et notamment celles mentionnées au 1.3.3, les développements et recommandations suivants ont pour objet d'accompagner les émetteurs cotés dans la gestion de leur site internet *corporate* comme outil de communication et dans l'utilisation des médias sociaux (par exemple, Facebook, Twitter ou LinkedIn) pour la diffusion d'informations privilégiées.

1.6.4.1. *Recommandations relatives au site internet des émetteurs cotés*

Les sites internet des émetteurs cotés constituent des supports essentiels de communication sur lesquels les investisseurs en particulier institutionnels vont rechercher l'information. C'est pourquoi les textes européens leur reconnaissent une place centrale comme lieux de diffusion et d'archivage de l'information.

Il est donc essentiel que l'information publiée sur les sites internet *corporate* soit complète, équilibrée dans sa présentation, facile d'accès, à jour, et archivée pendant un délai adéquat.

L'AMF rappelle que l'exigence réglementaire d'une information exacte, précise et sincère s'applique aux informations diffusées sur le site internet des émetteurs. Ainsi, les émetteurs sont appelés à prêter une attention particulière à une présentation équilibrée des risques et avantages que leur société ou leur groupe présente pour un investisseur, y compris sur leur site internet.

Accessibilité

Recommandation

L'AMF recommande :

- **d'utiliser toutes les solutions fonctionnelles et techniques permettant de réduire le nombre de clics pour accéder à l'information recherchée (utilisation de menus déroulants, adoption d'une pratique de liens précis avec le lieu où se trouve l'information recherchée, etc.). Les émetteurs devraient en particulier veiller à présenter selon un mode facile d'accès les éléments les plus consultés par les investisseurs (communiqués de presse, dividendes, lettres aux actionnaires, notation de la dette, calendrier financier, etc.) ;**
- **de rappeler l'existence des différents comptes des émetteurs sur les réseaux sociaux sur leur site internet dans une rubrique *ad hoc*, visible dès la page d'accueil du site ou la page « finance », les comptes *corporate* de la société et de ses principales filiales devant être bien identifiés comme tels ;**
- **d'établir un glossaire permettant de recenser les mots clés les plus souvent utilisés par les investisseurs (actionnaires, investisseurs, communication financière, information réglementée, *etc.*) afin de faciliter l'accès aux informations sur le site ;**
- **de s'assurer que les rubriques « investisseurs » ou « actionnaires » et leurs sous-rubriques sont accessibles directement sur le site principal de la société, à travers le menu principal du site.**

Mise à jour

En application de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF, les présentations (ou « *slides shows* ») dites « analystes et investisseurs » doivent être mises en ligne systématiquement et sans délai au plus tard au début des réunions concernées[36].

L'article 3 du règlement d'exécution (UE) 2016/1055 du 29 juin 2016, précité, prévoit en complément que les informations privilégiées publiées sur le site internet portent clairement la date et l'heure de leur publication et sont classées chronologiquement.

Considérant la difficulté de mise à jour permanente de tous les contenus des sites internet, il est recommandé plus généralement de dater, voire d'horodater (par exemple en heure GMT), les informations les plus sensibles, en particulier celles figurant sur les pages elles-mêmes des sites (documents et contenus éditoriaux non mis à jour par la publication d'un communiqué à diffusion effective et intégrale), afin de permettre au lecteur d'en identifier l'antériorité, et donc le degré de pertinence.

Recommandation :

Pour la mise à disposition de l'information sur les sites internet, en complément de ce qui est prévu par le règlement MAR, l'AMF recommande :

- **l'horodatage de la mise en ligne des communiqués et des présentations faites aux analystes. Il permet en effet de reconstituer précisément les séquences de communication ;**
- **la mise en place des procédures qui permettent de répondre à l'obligation de synchronisation de la diffusion des communiqués à la presse et leur publication sur le site internet de la société ;**

[36] Lors des réunions d'analystes, s'il s'agit de réunions physiques, il semble également important de remettre aux participants l'ensemble des présentations mises en ligne afin de ne pas créer de distorsion d'information avec ceux qui ont téléchargé lesdites présentations par internet.

- **lorsque les émetteurs publient sur leur site internet les notes des agences de notation, les notes d'analyse ou le consensus les concernant, il est recommandé que ces éléments soient datés et mis à jour pour la bonne information du public. Par ailleurs, ce choix doit être pérenne dans le temps, et dans la méthode, afin de respecter le principe d'une présentation équilibrée des informations disponibles.**

Archivage et mise à disposition de la communication financière de l'émetteur

Il est rappelé que les émetteurs doivent respecter les obligations d'archivage de la directive dite « Transparence » qui requiert que les rapports financiers annuels et semestriels restent à la disposition du public pendant dix ans[37]. Les émetteurs doivent également respecter les obligations de l'article 17.1 du règlement MAR qui exige que « *l'émetteur affiche et conserve sur son site internet, pour une période d'au moins cinq ans, toutes les informations privilégiées qu'il est tenu de publier* » (*cf. supra* 1.3.3).

Recommandation :

Pour les informations sensibles non constitutives d'une information privilégiée et qui ne sont pas incluses dans les rapports financiers annuels ou semestriels de l'émetteur (par exemple une information présentée en assemblée générale ou une autre information réglementée), il est recommandé de prévoir un temps d'archivage suffisamment long au bénéfice des investisseurs.

Il est recommandé d'adopter une politique harmonisée et stable dans le temps par type d'information afin de respecter le principe d'information sincère.

Enfin, si la société ne conserve pas la totalité de l'historique de ces documents, il est recommandé que son site internet indique où les informations plus anciennes peuvent être consultées par l'insertion d'un lien précis vers le site d'archivage français[38].

1.6.4.2. *Recommandations relatives à l'utilisation par les émetteurs cotés des médias sociaux*

Les médias sociaux étant de nature à démultiplier la vitesse de transmission et l'audience d'une information, ils doivent être utilisés par les émetteurs avec prudence et dans le souci du respect des règles d'accès à l'information.

Les articles 221-3 et 221-4 du règlement général de l'AMF relatifs à l'obligation de diffusion effective et intégrale de l'information réglementée (information privilégiée incluse) prévoient que, pour satisfaire à cette obligation, les émetteurs ont le choix :

- soit de recourir à un diffuseur professionnel, auquel cas ils sont présumés satisfaire à leur obligation de diffusion effective et intégrale ;
- soit de transmettre eux-mêmes directement l'information aux différents sites internet, agences de presse et autres systèmes d'information en temps réel. Ils doivent alors pouvoir justifier que l'information réglementée a été effectivement diffusée.

En conséquence, l'AMF rappelle qu'en application de l'article 17 du règlement MAR et des articles 223-1 et suivants de son règlement général, les émetteurs ne peuvent diffuser d'informations privilégiées sur les médias sociaux que si et seulement si ces informations ont préalablement fait l'objet d'un communiqué à diffusion effective et intégrale et sous réserve que l'information donnée par l'émetteur, quel que soit le support utilisé, soit exacte, précise et sincère, conformément aux exigences du règlement général[39].

[37] Transposé à l'article L. 451-1-2 du code monétaire et financier.

[38] http://www.info-financière.gouv.fr.

[39] Article 223-1 du règlement général de l'AMF.

Authentification et accès à l'information

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs de veiller à s'assurer de l'authentification de leur compte sur les réseaux sociaux (par exemple, procéder à la certification de leur compte Twitter).

L'AMF constate que, s'agissant des messages postés sur Twitter, l'utilisation du « *hashtag* » (#codeMnémo) pour la publication des informations privilégiées permet d'assurer une meilleure traçabilité des « *tweets* » pour les utilisateurs.

Il est recommandé aux émetteurs cotés d'établir une charte d'utilisation par leurs dirigeants et salariés de leurs comptes personnels dans les médias sociaux afin de les sensibiliser aux problématiques particulières de la communication des émetteurs cotés sur ces médias et d'attirer leur attention sur la prudence nécessaire dont ils doivent faire preuve dans ce cadre (par exemple : risque d'usurpation d'identité, confusion possible entre différentes fonctions exercées par un même dirigeant, entre un compte professionnel et un compte personnel, sensibilité de certaines informations telles que le lieu où se trouve le dirigeant, *etc.*).

Il convient en particulier de rappeler aux dirigeants mandataires sociaux que leur responsabilité de mandataire social demeure pleine et entière, y compris lorsqu'ils s'expriment sur des comptes personnels, compte tenu du caractère ouvert des réseaux sociaux.

Processus de veille active

Recommandation :

Il est recommandé aux émetteurs cotés d'assurer une veille active afin d'avoir connaissance des informations qui les concernent circulant sur les médias sociaux.

De même, l'AMF recommande aux émetteurs côtés de veiller aux éventuelles utilisations de comptes piratés afin de pouvoir réagir rapidement.

Gestion du format particulier des messages

L'AMF rappelle que, conformément à l'article 17 du règlement MAR et aux articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF, les informations privilégiées diffusées sur les médias sociaux doivent, d'une part, faire systématiquement l'objet d'un communiqué préalable à diffusion effective et intégrale et, d'autre part, répondre à l'obligation de diffuser une information exacte, précise et sincère.

Recommandation :

Pour répondre à cette obligation d'information exacte, précise et sincère, l'AMF recommande aux émetteurs de :

- **prêter une grande attention à la préparation des « *tweets* », en particulier quand il s'agit d'informations denses, telles que la présentation des résultats ;**
- **s'interroger sur le caractère adapté des médias sociaux pour communiquer des informations complexes (c'est-à-dire des informations dont l'impact sur le cours nécessite une analyse d'informations nombreuses et techniques) telles que la réalisation d'opérations financières, des informations sur certains contrats, des opérations de croissance externe, *etc.*.**

Il est recommandé que l'information diffusée soit circonstanciée afin qu'elle ne puisse pas être qualifiée de trompeuse. Il convient donc de mettre en perspective l'information et de la replacer dans son contexte pour que les lecteurs puissent comprendre son importance au regard des agrégats principaux du groupe, du secteur d'activité concerné et/ou de l'environnement réglementaire.

Il est recommandé de mettre en place systématiquement un lien vers le communiqué à diffusion effective et intégrale, source de l'information, ceci afin de permettre aux lecteurs de trouver facilement une information complète et d'assurer une cohérence pour éviter la présentation d'éléments hors contexte ou d'indicateurs alternatifs non directement issus des comptes.

Enfin, l'AMF rappelle que lorsqu'une société est cotée dans plusieurs pays, notamment dans et hors de l'Union européenne, elle doit, en toute hypothèse, veiller à respecter la règlementation européenne qui impose la diffusion d'information privilégiée par voie de communiqué à diffusion effective et intégrale.

Réaction aux rumeurs

L'existence d'un processus de veille active et la mise en place d'une procédure interne de réaction rapide en cas de rumeurs, tels que recommandés ci-dessus, permettent de limiter l'impact de ces dernières.

Avoir un compte déjà ouvert sur les principaux médias sociaux permet également de disposer d'une audience préexistante qui s'avère très utile si le besoin de publier une information privilégiée en cas de rumeur.

Pour rappel, un émetteur n'a pas l'obligation de répondre à toutes les rumeurs le concernant. Toutefois, l'article 17.7 de MAR prévoit que lorsqu'une rumeur suffisamment précise fait explicitement référence à une information privilégiée dont la publication a été différée (*cf.* point 1.2.2 ci-avant), l'émetteur doit publier dès que possible cette information dont la confidentialité n'est plus assurée. L'émetteur doit alors diffuser un communiqué de presse en application de l'article 17 du règlement MAR. Il est utile de mentionner la diffusion de ce communiqué sur le média d'origine de la rumeur.

En dehors de ces cas, et sous réserve des dispositions spécifiques en matière d'offres publiques, notamment l'article 223-32 du règlement général de l'AMF, les émetteurs sont juges de la nécessité et/ou de l'opportunité de démentir ou commenter une rumeur.

Lorsqu'une rumeur ne concerne qu'un seul média social et que la communication ne contient pas en elle-même d'information privilégiée, il est possible de ne le diffuser que sur le seul média source de la rumeur sans le reprendre sous la forme d'un communiqué à diffusion effective et intégrale. En revanche, l'AMF rappelle que, en application de l'article susmentionné, si la rumeur s'est répandue sur différents médias ou si la réponse constitue une information privilégiée, la réaction, si elle est décidée par la société, doit utiliser la voie du communiqué à diffusion effective et intégrale, sans être exclusive de réactions particulières sur les différents réseaux sociaux.

1.6.5. Le caractère loyal et équitable des échanges dans le cadre des campagnes « activistes »

L'expérience montre que l'existence d'un dialogue préalable entre émetteurs et investisseurs « activistes » est susceptible de lever certaines incompréhensions et de pacifier, le cas échéant, les relations entre les acteurs concernés, au bénéfice de tous et dans l'intérêt social de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle l'AMF recommande que toute campagne publique initiée par un investisseur à l'égard d'un émetteur soit précédée d'une tentative de dialogue de l'investisseur concerné avec l'émetteur en cause.

Lorsqu'une campagne publique est initiée par un investisseur à l'égard d'un émetteur, il est fréquent que cet investisseur communique à d'autres actionnaires ses projets et propositions, par exemple sous la forme d'un « *white paper* ». La préservation du caractère loyal et équitable des échanges entre les acteurs implique que l'émetteur concerné puisse avoir connaissance sans délai de ces éléments.

En outre, en cas de campagne publique, la publicité par l'investisseur de ses projets et propositions est une bonne pratique permettant, d'une part, d'assurer une bonne information du marché et, d'autre part, de préserver l'égalité entre actionnaires.

Recommandation :

Afin de favoriser le caractère loyal et équitable des échanges entre émetteurs et actionnaires, l'AMF recommande à tout investisseur qui initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur d'adresser sans délai à cet émetteur les projets et propositions, ainsi que l'argumentation correspondante (contenus, le cas échéant, dans un document de type « *white paper* ») que cet investisseur présente, le cas échéant, à des actionnaires dans ce cadre[40]. En outre, lorsqu'un investisseur initie une campagne publique à l'égard d'un émetteur, une bonne pratique consiste pour l'investisseur concerné à rendre publics ces projets et propositions, afin d'assurer une bonne information du marché et une égalité des actionnaires. Il est par ailleurs recommandé que toute campagne publique soit précédée d'une tentative de dialogue de l'investisseur concerné avec l'émetteur.

1.6.6. Le dialogue actionnarial

Si l'assemblée générale est le lieu d'expression privilégié de la démocratie actionnariale, elle ne saurait constituer l'unique modalité ou occasion du dialogue actionnarial.

L'existence d'un dialogue transparent et régulier entre un émetteur et ses actionnaires est, en effet, l'une des clés pour permettre aux sociétés de mieux comprendre les attentes de leurs actionnaires et, le cas échéant en amont de l'assemblée générale, de résoudre les éventuels désaccords qui se font jour. L'identification par l'émetteur des préoccupations des investisseurs favorise également une meilleure prévention et anticipation des campagnes de type « activistes ». Ce dialogue est également l'occasion pour tout ou partie des actionnaires d'évoquer et d'approfondir, de manière interactive, leur connaissance de certains aspects – stratégiques, financiers, comptables ou de gouvernance – relatifs à un émetteur.

Afin de promouvoir la régularité et la continuité de ce dialogue actionnarial, l'AMF réitère dans le présent guide : (i) les recommandations (propositions n°1.1 à 1.10) relatives au « *dialogue permanent entre actionnaires et émetteurs* » contenues dans la recommandation n°2012-05 sur les assemblées générales de sociétés cotées ; (ii) les recommandations relatives au dialogue actionnarial issues de la recommandation n°2012-02 sur le gouvernement d'entreprise. Ces recommandations, exposées ci-après, ont vocation à promouvoir un dialogue permanent, allant au-delà de la période des assemblées générales. Au-delà des émetteurs déclarant se référer au code Afep-Medef, ces recommandations s'adressent également, comme le présent guide, aux émetteurs dont les titres financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation.

La tenue d'un tel dialogue actionnarial est, en outre, de plus en plus plébiscitée par les investisseurs, qui sont désireux non seulement de mieux comprendre les pratiques de gouvernance, mais également d'appréhender les enjeux de stratégie et de performance, notamment sociale et environnementale, auxquels fait face l'entreprise.

A cet égard, l'AMF recommande aux émetteurs d'instaurer un dialogue large et ouvert sur l'ensemble des sujets d'attention des actionnaires, et de ne pas restreindre celui-ci aux seules problématiques de gouvernance.

[40] Il est rappelé que les émetteurs sont soumis par ailleurs à des obligations d'information du marché, au titre notamment du Règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

Recommandation :

Il est recommandé aux émetteurs d'instaurer un dialogue entre le conseil et les actionnaires, le cas échéant par le truchement d'un administrateur référent, sur les principaux sujets d'attention des actionnaires, notamment les questions relatives à la stratégie et la performance en matière sociale, environnementale et de gouvernance (ESG).

L'AMF recommande également que les supports de présentation établis à l'occasion des «*roadshows* gouvernance » soient mis en ligne sur le site Internet de la société. Par ailleurs, l'AMF recommande aux sociétés, en cas de vote contesté en assemblée générale, de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les mesures prises par le conseil à la suite de ce vote[41].

L'AMF recommande enfin[42] de :

- **Conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolutions et postérieurement à l'assemblée générale afin de permettre de résoudre certains points de désaccord concernant la politique de vote des différentes catégories d'actionnaires. L'AMF rappelle en ce sens sa recommandation de mars 2011 sur les agences de conseil en vote ;**
- **Développer de nouveaux échanges après la publication de l'avis de réunion et prendre le temps de la discussion ;**
- **Recevoir, dans la mesure du possible, postérieurement à la tenue de l'assemblée, les actionnaires qui le souhaitent pour discuter des éventuels désaccords portant sur des points importants abordés en assemblée afin d'en tirer, le cas échéant, des enseignements en vue de l'assemblée suivante ;**
- **Encourager tous les administrateurs et en particulier ceux ayant des attributions spécifiques, tels que les présidents des comités du conseil et l'administrateur référent, à assister aux assemblées générales d'actionnaires ;**
- **Annoncer la date de l'assemblée de l'année N+1, voire de N+2, à l'issue de l'assemblée de l'année N et publier cette date sur le site Internet de l'émetteur à la fois dans la rubrique relative au calendrier de ses communications financières ainsi que dans la rubrique consacrée à leur assemblée générale - Rendre les statuts actualisés de l'émetteur accessibles sur son site Internet afin de parfaire l'information donnée par la société à ses actionnaires ;**
- **Retenir une conception large du point inscrit à l'ordre du jour au-delà du champ strict de la compétence décisionnelle de l'assemblée convoquée. Ainsi, les points inscrits à l'ordre du jour peuvent être rattachés à l'objet social ou au contenu des documents transmis à l'assemblée ;**
- **Organiser le déroulement de l'assemblée de manière à traiter ensemble les débats relatifs aux «points » et aux projets de résolutions afférents à un même sujet ;**
- **Poursuivre les efforts en vue d'améliorer la lisibilité et l'accessibilité des projets de résolutions, de leurs titres et de leurs exposés des motifs, en adoptant une présentation pédagogique afin d'éclairer la décision de vote et notamment d'en préciser les enjeux. Dans ce cadre, l'exposé des motifs ne devrait pas constituer une simple reformulation en termes non-juridiques d'un projet de résolution mais devrait présenter - de manière fidèle, pédagogique et en termes simples, clairs et compréhensibles - le sens, les motifs, les enjeux et la portée du projet de résolution concerné afin d'éclairer le vote des actionnaires ;**
- **Publier sur le site Internet de l'émetteur les exposés des motifs figurant dans le rapport du conseil sur les projets de résolutions en même temps que la publication de l'avis dit « de réunion » au BALO qui intervient au plus tard à J-35. Mentionner dans « l'avis de réunion » publié au BALO le lien vers le site Internet de l'émetteur ;**
- **Motiver et expliquer oralement les projets de résolutions préalablement à leur vote en assemblée ;**
- **Présenter aux actionnaires des projets de résolutions séparés lorsqu'un projet de résolution traite de plusieurs questions significatives et distinctes, susceptibles de donner lieu à des votes distincts.**

[41] Reprise des recommandations sur le dialogue actionnarial issues de la recommandation AMF DOC-2012-02.

[42] Reprise des « propositions » 1.1 à 1.10 issues de la recommandation AMF DOC-2012-05.

- **Justifier les nouvelles demandes d'autorisation d'émission dans le cadre de la stratégie de l'entreprise dans le respect de la confidentialité relative aux opérations financières ;**
- **Dès la publication de l'avis de réunion, mettre en ligne sur le site Internet de l'émetteur, avec les exposés des motifs figurant dans le rapport du conseil sur les projets de résolutions, le tableau de synthèse relatant l'utilisation des dernières autorisations financières en l'accompagnant, le cas échéant, des explications utiles pour le rendre lisible.**
- **Faciliter en pratique la mise en œuvre du droit pour un actionnaire d'inscrire des points ou des projets de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée ;**
- **Recommander aux actionnaires qui inscrivent des projets de résolutions à l'ordre du jour d'une assemblée générale d'établir systématiquement un exposé des motifs ;**
- **Mettre en ligne l'exposé des motifs des projets de résolutions sur le site Internet de l'émetteur et sur la même page que l'exposé des motifs des projets de résolutions proposés par le conseil d'administration (ou le directoire, le cas échéant) ;**
- **Reconnaitre un droit de parole en assemblée générale à tout actionnaire qui a inscrit un projet de résolution à l'ordre du jour afin de lui permettre de le présenter brièvement, avant le vote.**
- **Rendre disponible un compte-rendu synthétique de l'assemblée sur le site de la société au plus tard dans les deux mois suivant la tenue de celle-ci ;**
- **Établir le procès-verbal dans les meilleurs délais à compter de la mise à disposition du compte rendu de l'assemblée et au plus tard dans les quatre mois de l'assemblée ;**
- **Dans le cadre des réunions d'information qui ont lieu postérieurement à la tenue de l'assemblée, consacrer un point d'information synthétique aux discussions qui ont eu lieu en assemblée.**
- **Mettre en ligne sur le site Internet un formulaire-type, à l'attention des actionnaires, de demande d'envoi de documents relatifs à l'assemblée générale (convocation, rapports, projet de résolutions…) en version française et, le cas échéant anglaise ;**
- **Recommander aux émetteurs et aux établissements teneurs de compte-conservateurs de faire leurs meilleurs efforts pour informer par e-mail les actionnaires, et notamment les non-résidents, de la disponibilité de la documentation relative à l'assemblée générale et des formulaires de votes correspondants, lorsqu'ils disposent de leurs adresses électroniques.**
- **Aux termes des articles R. 225-90 et R. 225-92 du code de commerce, tout actionnaire a le droit de « prendre copie » de la liste des actionnaires et de la feuille de présence aux assemblées générales. Les émetteurs ne sauraient limiter le plein exercice de ce droit ;**
- **Les actionnaires prenant copie de la liste des actionnaires ou de la feuille de présence sont soumis à une obligation de discrétion, la mise à disposition du public de ces listes étant susceptible de constituer un abus de droit.**

1.6.7. Vigilance particulière des actionnaires dans leurs déclarations en cas d'offre publique

L'expérience récente montre que certaines déclarations faites, en cours d'offre ou de préoffre, par des actionnaires ou leurs représentants sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le déroulement des offres publiques et, parfois, d'en perturber indûment le cours. Afin de préserver l'intégrité et le bon fonctionnement des marchés lors des offres publiques, il est donc essentiel que ceux-ci fassent preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations, à l'instar des « *personnes concernées par l'offre* » en vertu de l'article 231-36 du règlement général de l'AMF.

Recommandation :

Lors de la période d'offre au sens de l'article 231-2 6° du règlement général de l'AMF, il est recommandé aux actionnaires de l'initiateur de l'offre ou de la société visée par cette offre, aux personnes ayant une exposition économique sur l'initiateur de l'offre ou sur la société visée par l'offre en vertu d'accords ou d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 233-9 du code de commerce, à leurs dirigeants, leurs mandataires et leurs conseils de faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations. Cette recommandation s'applique également pendant la période de préoffre.

2. INFORMATION PRIVILEGIEE ET DIRIGEANTS

2.1. Les mesures de prévention des manquements d'initiés

Les dirigeants d'émetteurs cotés, lorsqu'ils réalisent des transactions sur les titres de leur société, sont soumis aux nombreuses prescriptions liées à la prévention des manquements d'initiés dans la mesure où ils se trouvent dans une situation d'initié permanent. Ces personnes doivent ainsi composer avec les multiples périodes d'abstention et s'assurer, avant toute transaction, de ne pas être en situation d'initié.

L'arrêt Spector[43] de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) de décembre 2009, a donné un nouvel éclairage sur cette obligation d'abstention. La CJUE confirme le caractère, par principe, objectif du manquement d'initiés qui repose sur une présomption d'utilisation d'une information privilégiée par le dirigeant ; la CJUE affirme néanmoins le caractère simple de cette présomption, le dirigeant pouvant la renverser en apportant la preuve qu'il n'a pas utilisé d'information privilégiée. Tout dirigeant en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération ne tombe donc pas systématiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés, l'utilisation de l'information devant être appréciée à partir d'un examen approfondi des faits et au regard des finalités du règlement MAR[44].

La plupart des grands émetteurs cotés ont pris des mesures ou mis en place des dispositifs visant à prévenir l'utilisation d'une information privilégiée. Ces mesures couvrent différents domaines : la gestion des informations privilégiées et les restrictions d'accès à ces informations ; l'information et la formation des personnes susceptibles de détenir des informations privilégiées ; l'encadrement des transactions de ces personnes et en particulier des dirigeants.

Certains tiers, dans le cadre de leurs relations professionnelles, peuvent également être conduits à avoir accès à des informations privilégiées concernant une ou plusieurs émetteurs cotés : cela peut concerner notamment des conseils, banquiers ou avocats, des prestataires de services d'investissement, des consultants, des analystes, des représentants des agences de notation, *etc*. Lorsque ces tiers ne sont pas déjà soumis à des règles déontologiques strictes de toute nature, ils peuvent utilement s'inspirer de certaines mesures proposées ci-après.

L'objectif n'est pas de dresser un inventaire exhaustif de ces mesures mais, après un rappel de certaines obligations en matière de prévention, de présenter les mesures les plus couramment mises en œuvre et dont l'AMF recommande l'application.

[43] Arrêt du 23 décembre 2009 de la CJUE dans l'affaire C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck/CBFA (décision rendue sous l'empire de textes antérieurs afin d'illustrer l'interprétation de certains concepts repris par le règlement MAR, mais susceptibles à l'avenir de donner lieu à une interprétation différente).

[44] Le considérant 31 de MAR précise : « *Étant donné que l'acquisition ou la cession d'instruments financiers suppose nécessairement une décision préalable d'acquérir ou de céder de la part de la personne qui procède à l'une ou l'autre de ces opérations, le simple fait d'effectuer cette acquisition ou cette cession ne devrait pas être réputé constituer une utilisation d'une information privilégiée* […] ».

2.1.1. Les fenêtres négatives (« périodes d'arrêt »)

Il est rappelé que l'obligation d'abstention s'applique dès que les personnes concernées sont détentrices d'une information privilégiée et notamment lorsque la remontée des éléments comptables permet de cerner suffisamment le résultat en amont des périodes d'abstention ou « fenêtres négatives » (ou périodes d'arrêt) définies par les émetteurs[45].

[45] La loi prévoit des périodes d'abstention pour l'attribution de stock-options ou la cession d'actions attribuées gratuitement. S'agissant de ce dernier cas, l'article L. 22-10-59 du code de commerce dispose que les actions, à l'issue de la période de conservation, ne peuvent pas être cédées :

- « *dans le délai de trente jours calendaires avant l'annonce d'un rapport financier intermédiaire ou d'un rapport de fin d'année que l'émetteur est tenu de rendre public ;*
- « *par les membres du conseil d'administration ou de surveillance, par les membres du directoire ou exerçant les fonctions de directeur général ou de directeur général délégué et par les salariés ayant connaissance d'une information privilégiée, au sens de l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, qui n'a pas été rendue publique ».*

2.1.1.1. L'interdiction de réaliser des transactions pendant les fenêtres négatives

L'article 19.11 de MAR dispose que « *toute personne exerçant des responsabilités dirigeantes auprès d'un émetteur n'effectue aucune transaction pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers, que ce soit directement ou indirectement, se rapportant aux actions ou à des titres de créance de l'émetteur ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés, pendant une période d'arrêt de 30 jours calendaires avant l'annonce d'un rapport financier intermédiaire ou d'un rapport de fin d'année que l'émetteur est tenu de rendre public* […] ».

Sont visées par cet article toutes les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, à l'exclusion des personnes qui leur sont étroitement liées (ces différentes notions étant définies au point 2.2.2 ci-après).

Position :

L'AMF considère[46] que la diffusion par un émetteur d'un communiqué de presse sur les résultats annuels et semestriels constitue l'annonce du rapport financier annuel ou intermédiaire au sens de l'article 19.11 de MAR.

⇨ Accès aux questions-réponses de l'ESMA sur le règlement Abus de marché

Il est rappelé que l'obligation d'abstention s'applique en toute hypothèse dès lors que les personnes concernées sont détentrices d'une information privilégiée.

Recommandation :

L'AMF recommande également aux émetteurs d'étendre l'application des fenêtres négatives à toutes les personnes qui ont accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées.

En application de l'article 19.11, les fenêtres négatives ne concernent en France que les résultats annuels et semestriels. La publication d'une information trimestrielle ou intermédiaire n'est pas visée dans la mesure où elle n'est pas requise par le droit national.

Cependant – dans la mesure où les émetteurs qui le souhaitent peuvent toujours décider de publier volontairement une information financière trimestrielle ou intermédiaire, voire des comptes trimestriels ou intermédiaires – l'AMF recommande aux émetteurs de mettre en place volontairement des fenêtres négatives.

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs qui publient volontairement une information financière ou des comptes trimestriels ou intermédiaires, d'instaurer des fenêtres négatives applicables aux dirigeants, aux personnes assimilées aux dirigeants, ainsi qu'à toute personne qui a accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées, quinze jours calendaires minimum avant la publication de cette information par les émetteurs.

[46] Conformément aux questions-réponses de l'ESMA.

2.1.1.2. Les exceptions

L'article 19.12 du règlement MAR précise néanmoins qu'« *un émetteur peut autoriser une personne exerçant des responsabilités dirigeantes en son sein à négocier pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers pendant une période d'arrêt* […] :

- *soit au cas par cas en raison de l'existence de circonstances exceptionnelles, telles que de graves difficultés financières, nécessitant la vente immédiate d'actions ;*
- *soit en raison des spécificités de la négociation concernée dans le cas de transactions réalisées dans le cadre de, ou ayant trait à, un système d'actionnariat ou de plan d'épargne du personnel, l'accomplissement de formalités ou l'exercice de droits attachés aux actions, ou de transactions n'impliquant pas de changement dans la détention de la valeur concernée*».

Il convient de rappeler que la personne exerçant des responsabilités dirigeantes, à qui l'autorisation est donnée, doit s'assurer, en toute circonstance, de ne pas commettre un abus de marché.

Les circonstances exceptionnelles

Comme indiqué *supra*, l'émetteur peut autoriser un dirigeant à procéder à des cessions immédiates de ses actions durant une fenêtre négative en raison de circonstances exceptionnelles. Selon les articles 7 et 8 du règlement délégué (UE) 2016/522 du 17 décembre 2015 relatif aux circonstances exceptionnelles permettant de réaliser une transaction pendant les fenêtres négatives, l'émetteur doit procéder à une analyse au cas par cas. La demande du dirigeant doit être formulée par écrit et motivée. Le dirigeant doit décrire les circonstances exceptionnelles nécessitant la vente immédiate des actions et démontrer que la cession envisagée est la seule alternative raisonnable pour obtenir le financement nécessaire.

Les circonstances sont considérées comme exceptionnelles « *dès lors qu'elles revêtent un caractère extrêmement urgent, imprévisible et impérieux, que leur cause est étrangère à la personne exerçant des responsabilités dirigeantes et que cette dernière n'a aucun contrôle sur elles* ».

Lorsqu'il détermine si les circonstances indiquées dans la demande écrite […] sont exceptionnelles : « *l'émetteur examine, notamment si et dans quelle mesure la personne exerçant des responsabilités dirigeantes :*

- *est soumise, au moment de présenter sa demande, à un engagement financier ou à une créance exécutoire ;*
- *est tenue de respecter, ou s'est mise dans une situation, avant le début de la période d'arrêt, nécessitant le paiement d'une somme à une tierce partie, y compris un passif d'impôt, et ne peut pas raisonnablement honorer un engagement financier ou une créance autrement qu'en procédant à une vente d'actions immédiate* ».

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs d'établir et formaliser, dans un document écrit, une procédure qui décrive les modalités pratiques de mise en œuvre de cette procédure d'autorisation exceptionnelle.

La procédure devrait également décrire la forme de la demande et de la réponse, éventuellement par courrier électronique, en précisant les délais dans lesquels cette réponse doit intervenir. **Il importe de relever que cette procédure ne s'applique que pendant les fenêtres négatives prévues par le règlement MAR, c'est-à-dire pendant les 30 jours calendaires avant l'annonce d'un rapport financier intermédiaire ou d'un rapport de fin d'année qu'un émetteur est tenu de rendre public.**

Les transactions susceptibles d'être autorisées

Pour l'application de l'article 19.12 b) de MAR, l'article 9 du règlement délégué (UE) 2016/522 du 10 mars 2016 relatif aux transactions pouvant être réalisées pendant les fenêtres négatives (ou période d'arrêt) dresse une liste non exhaustive de ces transactions, notamment lorsque ladite personne exerce des responsabilités dirigeantes :

« *a) s'est vu attribuer ou octroyer des instruments financiers en vertu d'un plan salarial, pour autant que les conditions suivantes soient remplies :*

- *i) le plan salarial et ses modalités ont été préalablement approuvés par l'émetteur conformément au droit national et les modalités dudit plan précisent le moment de l'attribution ou de l'octroi ainsi que la quantité d'instruments financiers attribuée ou octroyée, ou la base sur laquelle cette quantité est calculée et pour autant qu'aucun pouvoir discrétionnaire ne puisse être exercé ;*
- *ii) la personne exerçant des responsabilités dirigeantes n'a pas de pouvoir discrétionnaire sur l'acceptation des instruments financiers attribués ou octroyés ;*

« *b) s'est vu attribuer ou octroyer des instruments financiers en vertu d'un plan salarial qui a lieu pendant la période d'arrêt, à condition qu'une approche préplanifiée et organisée soit adoptée en ce qui concerne les conditions, la périodicité, le moment de l'octroi, le groupe de personnes autorisées à qui les instruments financiers sont octroyés et la quantité d'instruments financiers devant être octroyée, et que l'attribution ou l'octroi d'instruments financiers s'inscrive dans un cadre défini en vertu duquel aucune information privilégiée ne peut influencer l'attribution ou l'octroi des instruments financiers ;*

« *c) exerce des options ou des warrants, ou procède à la conversion d'obligations convertibles, qui lui sont conférés dans le cadre d'un plan salarial lorsque la date d'échéance de ces options, warrants ou obligations convertibles tombe dans une période d'arrêt, ainsi que des ventes des actions acquises en vertu de cet exercice ou de cette conversion, à condition que toutes les conditions suivantes soient remplies :*

- *i) la personne exerçant des responsabilités dirigeantes notifie à l'émetteur son choix d'exercer ou de convertir au moins quatre mois avant la date d'échéance ;*
- *ii) la décision de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes est irrévocable ;*
- *iii) la personne exerçant des responsabilités dirigeantes a reçu l'autorisation de l'émetteur avant d'agir.*

« *d) acquiert des instruments financiers de l'émetteur dans le cadre d'un plan d'épargne salariale, pour autant que toutes les conditions suivantes soient remplies :*

- *i) la personne exerçant des responsabilités dirigeantes a adhéré à ce plan avant la période d'arrêt, excepté dans les cas où elle n'a pas pu adhérer au plan à un autre moment en raison de la date de son embauche ;*
- *ii) la personne exerçant des responsabilités dirigeantes ne modifie pas les conditions de sa participation au plan ou annule sa participation au plan pendant la période d'arrêt ;*
- *iii) les opérations d'achat sont clairement organisées en vertu des modalités du plan et la personne exerçant des responsabilités dirigeantes n'a pas le droit ni la possibilité légale de les modifier pendant la période d'arrêt, ou sont planifiées dans le cadre du plan à une date fixe qui tombe pendant la période d'arrêt.*

« e) *transfère ou reçoit, directement ou indirectement, des instruments financiers, à condition que ces instruments financiers soient transférés entre deux comptes de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes et qu'un tel transfert ne donne pas lieu à une modification du prix des instruments financiers ;*

« *f) accomplit les formalités ou exerce les droits attachés aux actions de l'émetteur et la date finale de cette action, en vertu des statuts ou du règlement de l'émetteur, tombe pendant la période de fermeture, à condition que la personne exerçant des responsabilités dirigeantes justifie à l'émetteur les raisons pour lesquelles cette action n'a pas pu avoir lieu à un autre moment, et que l'émetteur soit satisfait de l'explication fournie* ».

2.1.2. Les autres mesures dont l'AMF recommande la mise en œuvre par les émetteurs cotées afin de prévenir les manquements d'initiés

2.1.2.1. Prendre des mesures appropriées pour protéger les informations privilégiées et limiter le nombre de personnes y ayant accès

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs côtés de mettre en place des mesures appropriées pour prévenir la circulation indue d'informations privilégiées et limiter le nombre de personnes y ayant accès, qui soient adaptées à leur taille et à leur organisation (limiter le nombre de participants aux réunions, utiliser systématiquement un nom de code pour les opérations, vérifier régulièrement les droits d'accès informatiques). Seules les personnes dont les fonctions ou les responsabilités le justifient devraient pouvoir accéder à des informations privilégiées. Les mesures mises en place devraient couvrir également les prestataires, sous-traitants et tous les tiers travaillant pour la société, en prévoyant des clauses de confidentialité avec ces tiers. Les mesures mises en place par les émetteurs sont revues et actualisées périodiquement.

Ces mesures s'appliquent aussi bien au quotidien que dans le cadre de la préparation d'opérations financières, ou encore lors de périodes sensibles telles que celles précédant la publication des comptes.

En cas d'opération, il convient de distinguer différentes étapes :
- **au moment des travaux préparatoires, constituer la plus petite équipe possible, les personnes intervenant dans les travaux étant soumises à des obligations strictes de confidentialité et figurant sur la liste d'initiés ;**
- **au fur et à mesure de l'avancement du projet, identifier les initiés supplémentaires et étendre les mesures de prévention aux conseils extérieurs, chacune de ces personnes signant une lettre de confidentialité ;**
- **enfin, dès que possible, établir un calendrier de la communication publique et informer le marché sur les informations sensibles contenues dans le projet.**

Il convient, en outre, de vérifier que lorsqu'une information privilégiée est transmise à un tiers, ce dernier a connaissance de ses obligations et des sanctions encourues en cas de manquement à ses obligations.

2.1.2.2. Codifier les obligations

Recommandation :

L'AMF recommande aux émetteurs :
- **de formaliser dans un document écrit, sous la forme de procédures ou d'un code de déontologie, par exemple, les mesures prises et les obligations qui incombent aux personnes, dirigeants ou non, qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées et de distinguer, s'agissant des dirigeants, les mesures « permanentes » qui peuvent figurer dans le règlement intérieur (ou la charte) du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance, dans un chapitre spécifique traitant de la prévention des opérations d'initiés, des mesures liées à une opération financière qui prennent la forme d'une procédure de prévention spécifique ;**
- **d'inclure dans ce document, outre la description des mesures mises en place par la société, un rappel de la définition de l'information privilégiée[47], une description des dispositions légales et réglementaires en vigueur ainsi qu'une information sur les sanctions encourues ;**
- **de procéder à une actualisation régulière de ses procédures et codes : leur efficacité et leur application font l'objet d'une évaluation par la société.**

[47] Article 7 du règlement MAR.

2.1.2.3. Informer et former toutes les personnes susceptibles d'être concernées

Recommandation :

Outre les obligations liées à l'établissement des listes d'initiés, il est essentiel de développer au sein de la société et auprès de l'ensemble des salariés une sensibilité, voire une culture sur la prévention des manquements d'initiés. **Cet objectif peut être atteint par l'information et la formation de tous les collaborateurs concernés de l'entreprise.**

Il convient également de rappeler que dans certains cas, l'information est requise en application de la réglementation. Ainsi, lorsqu'une personne est inscrite sur la liste des personnes initiées, elle doit en être informée. Elle doit également être informée des règles applicables à la détention, à la communication et à l'exploitation d'une information privilégiée et des sanctions encourues[48].

2.1.2.4. Désigner un déontologue

Recommandation :

En dehors du cas particulier des banques pour lesquelles la désignation d'un déontologue est obligatoire, il est recommandé aux émetteurs de désigner une personne (« le déontologue ») chargée de donner un avis préalablement à toute transaction sur les titres de la société réalisée par une personne figurant sur la liste d'initiés. Le dispositif peut, en outre, être étendu à tous les salariés de la société.

L'avis donné par le déontologue ne peut être que consultatif, la décision d'intervenir ou non sur les titres de la société étant *in fine* de la seule responsabilité de la personne concernée sous réserve du respect de la procédure susmentionnée pour les dirigeants.

Le déontologue peut être le directeur juridique, le secrétaire général ou, le cas échéant, le directeur financier de la société. Dans tous les cas, il est recommandé de désigner au sein de la société une personne ayant l'autorité et la compétence nécessaires pour rendre un avis.

Sans préjudice du respect de l'article 19.12 du règlement MAR pour les dirigeants, les émetteurs **sont libres de déterminer le caractère obligatoire ou facultatif de cette consultation**. Certains émetteurs imposent l'obligation de consulter le déontologue, ou le conseil si la personne concernée est un dirigeant mandataire social, avant la réalisation de certaines opérations particulières portant sur des produits dérivés ou des titres de filiales cotées.

Recommandation :

S'agissant du président-directeur général ou du directeur général, il est recommandé de prévoir, outre la recommandation du déontologue et indépendamment des transactions publiées sur le site de l'AMF, une information *ex post* et le plus tôt possible des membres du conseil d'administration ou de surveillance de la société.

[48] *Cf.* point 3.1 Listes d'initiés.

2.2. Les déclarations des dirigeants

L'article 19 de MAR impose aux dirigeants, aux personnes qui agissent pour leur compte, ainsi qu'aux personnes qui leur sont liées de déclarer à l'émetteur et à l'AMF les opérations qu'ils réalisent sur les actions et titres de créance de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions ainsi que sur les instruments financiers qui leur sont liés.

Ce dispositif vise à améliorer la transparence des marchés et à faciliter l'identification des opérations d'initiés.

2.2.1. Les émetteurs et marchés concernés

L'article 19.2 de MAR dispose que « *les règles applicables aux notifications que les personnes* […] *sont tenues de respecter sont celles de l'État membre dans lequel l'émetteur* […] *a son siège social* ».

Ainsi, les dirigeants des émetteurs concernés doivent effectuer leurs déclarations auprès de l'AMF dès lors que le siège social de l'émetteur est en France.

« *Lorsque l'émetteur n'a pas son siège social dans un État membre, les notifications sont effectuées auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine* » pour le suivi de l'information périodique[49] ou, si la société n'est pas cotée sur un marché réglementé, à l'autorité compétente de la plate-forme de négociation.

Les obligations de déclaration (article 19.4 de MAR) s'appliquent :
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un marché réglementé dans un État membre ;
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un MTF dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un MTF ; et
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été approuvée sur un OTF dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un OTF.

En France, sont donc principalement visés Euronext Paris et Euronext Growth[50], ainsi qu'Euronext Access.

2.2.2. Les personnes tenues aux obligations de déclaration

Les dirigeants, les responsables de haut niveau ainsi que les personnes qui leur sont étroitement liées sont tenus de déclarer leurs transactions.

2.2.2.1. Les dirigeants concernés

Les dirigeants concernés sont les membres de l'organe d'administration, de gestion ou de surveillance des émetteurs (articles 3 et 19 de MAR). Pour les émetteurs cotés de droit français, sont donc visés :
- les membres du conseil d'administration ;
- les directeurs généraux et directeurs généraux délégués ;
- les membres du directoire ;
- les membres du conseil de surveillance ;
- les gérants dans les sociétés en commandite par actions.

[49] Au sens de l'article 2, paragraphe 1, point i), de la directive dite « Transparence ».

[50] Compartiment offre au public et placement privé

2.2.2.2. Les responsables de haut niveau concernés

Selon l'article 3 de MAR, les « *responsables de haut niveau* » sont les personnes qui « *sans être membres des organes* » visés ci-avant disposent :

- d'un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement cette entité ; et
- du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise de cette entité.

Ces deux critères sont cumulatifs. Les émetteurs doivent déterminer eux-mêmes les personnes qui répondent à cette définition, à l'instar, par exemple, de certains membres du comité exécutif.

2.2.2.3. Les personnes étroitement liées concernées

Les personnes étroitement liées aux dirigeants (articles 19 et 3.1.26 de MAR) sont :

- « *le conjoint ou un partenaire considéré comme l'équivalent du conjoint conformément au droit national* » (soit, en droit français[51], le conjoint du dirigeant, non séparé de corps, ou le partenaire lié par un pacte civil de solidarité) ;
- « *l'enfant à charge conformément au droit national* » (soit, en droit français, les enfants sur lesquels le dirigeant exerce l'autorité parentale ou résidant chez lui, habituellement ou en alternance, ou dont il a la charge effective et permanente) ;
- « *un parent qui appartient au même ménage depuis au moins un an à la date de la transaction concernée* » (soit les parents ou alliés résidant au domicile du dirigeant depuis au moins un an à la date de la transaction) ;
- « *une personne morale, un trust ou une fiducie, ou un partenariat, dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou par une personne,* [...] *qui est directement ou indirectement contrôlé(e) par cette personne ou qui a été constitué(e) au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne* ».

2.2.2.4. La liste des personnes concernées

Aux termes de l'article 19.5 de MAR, « *les émetteurs* […] *établissent une liste de toutes les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et des personnes qui leur sont étroitement liées* ». Chaque société établit ainsi, selon sa taille et son organisation, la liste des dirigeants, responsables de haut niveau et personnes qui leur sont liées.

Les émetteurs doivent notifier, par écrit, aux dirigeants et aux responsables de haut niveau les obligations prévues par l'article 19 de MAR (fenêtres négatives et déclarations des dirigeants). Ces dirigeants et responsables de haut niveau doivent à leur tour notifier, par écrit, aux personnes qui leur sont étroitement liées, leurs obligations au titre de l'article 19 de MAR (déclarations des dirigeants) et conserver une copie de cette notification.

2.2.3. Les opérations à déclarer

L'article 19.1 de MAR prévoit que doivent être déclarées par les personnes tenues aux déclarations « *les transactions effectuées pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou à des titres de créance dudit émetteur ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés* ».

Sont donc visés tant les titres de capital que les titres de créance et les instruments dérivés ou instruments financiers liés à ces titres.

[51] Article R. 621-43-1 du code monétaire et financier

Enfin, en application de l'article 19.1 *bis*, l'obligation de notification « *ne s'applique pas aux transactions portant sur des instruments financiers liés à des actions ou à des titres de créance de l'émetteur visé audit paragraphe lorsque, au moment de la transaction, l'une des conditions suivantes est remplie :*

a) l'instrument financier est une part ou une action d'un organisme de placement collectif dans lequel l'exposition aux actions ou aux titres de créance de l'émetteur ne dépasse pas 20 % des actifs détenus par cet organisme de placement collectif ;
b) l'instrument financier fournit une exposition à un portefeuille d'actifs dans lequel l'exposition aux actions ou aux titres de créance de l'émetteur ne dépasse pas 20 % des actifs du portefeuille ;
c) l'instrument financier est une part ou une action d'un organisme de placement collectif ou fournit une exposition à un portefeuille d'actifs et la personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou la personne qui lui est étroitement liée ne connaît pas, et ne pouvait pas connaître, la composition de l'investissement ou l'exposition à un tel organisme de placement collectif ou portefeuille d'actifs en ce qui concerne les actions ou les titres de créance de l'émetteur, et elle n'a, en outre, aucune raison de penser que les actions ou les titres de créance de l'émetteur dépassent les seuils établis au point a) ou b).

« *Si des informations relatives à la composition de l'investissement de l'organisme de placement collectif ou à l'exposition du portefeuille d'actifs sont disponibles, la personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou la personne qui lui est étroitement liée déploie tous les efforts raisonnables pour tirer parti de ces informations* ».

L'article 19.7 de MAR précise que sont compris dans le champ de l'obligation de déclaration, notamment :

- *« la mise en gage ou le prêt d'instruments financiers* […] *;*
- « *les transactions effectuées par des personnes qui organisent ou exécutent des transactions à titre professionnel ou par une autre personne au nom d'une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou d'une personne qui lui est étroitement liée* […]*, y compris lorsqu'un pouvoir discrétionnaire est exercé* [52]*;*

- « *les transactions effectuées dans le cadre d'une police d'assurance-vie*[53] […] *où :*
  - *i) le preneur d'assurance est une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou une personne qui lui est étroitement liée* […] *;*
  - ii) *le risque d'investissement est supporté par le preneur d'assurance ; et*
  - iii) *le preneur d'assurance a le pouvoir ou est libre de prendre des décisions d'investissement concernant des instruments spécifiques contenus dans cette police d'assurance-vie ou d'exécuter des transactions concernant des instruments spécifiques contenus dans cette police d'assurance-vie* ».

L'article 10 du règlement délégué (UE) 2016/522 du 10 mars 2016 relatif aux transactions des dirigeants devant faire l'objet d'une notification donne une liste non exhaustive d'opérations qui donnent lieu à une déclaration :

- « *l'acquisition, la cession, la vente à découvert, la souscription ou l'échange ;*
- *l'acceptation ou l'exercice d'une option d'achat d'actions, y compris d'une option d'achat d'actions accordée aux dirigeants ou aux membres du personnel dans le cadre de leur rémunération, et la cession d'actions issues de l'exercice d'une option d'achat d'actions ;*
- *la conclusion ou l'exercice de contrats d'échange (swaps) sur actions ;*
- *les transactions sur ou en rapport avec des instruments dérivés, y compris les transactions donnant lieu à un règlement en espèces ;*

[52] à noter que « *les transactions exécutées portant sur des actions ou des titres de créance d'un émetteur, ou sur des produits dérivés ou d'autres instruments financiers qui y sont liés, par les gestionnaires d'un organisme de placement collectif dans lequel la personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou une personne qui lui est étroitement liée a investi ne sont pas soumises à l'obligation de notification si le gestionnaire de l'organisme de placement collectif fait preuve d'une discrétion totale, ce qui exclut la possibilité pour le gestionnaire de recevoir des instructions ou des suggestions sur la composition du portefeuille, directement ou indirectement, par les investisseurs de cet organisme de placement collectif »* - article 19.7 de MAR

[53] Telle que définie dans la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II).

- *la conclusion d'un contrat pour différences sur un instrument financier de l'émetteur concerné ou sur des quotas d'émission ou de produits mis aux enchères basés sur ces derniers ;*
- *l'acquisition, la cession ou l'exercice de droits, y compris d'options d'achat et de vente, et de warrants ;*
- *la souscription à une augmentation de capital ou émission de titres de créance ;*
- *les transactions sur produits dérivés et instruments financiers liés à un titre de créance de l'émetteur concerné, y compris les contrats d'échange sur risque de crédit ;*
- *les transactions subordonnées à la survenance de certaines conditions et l'exécution effective des transactions ;*
- *la conversion automatique ou non automatique d'un instrument financier en autre instrument financier, y compris l'échange d'obligations convertibles en actions ;*
- *les cadeaux et dons effectués ou reçus, et l'héritage reçu ;*
- *les transactions réalisées sur des produits, paniers et instruments dérivés liés à un indice, dans la mesure requise par l'article 19 du règlement (UE) n° 596/2014 ;*
- *les transactions réalisées sur des actions ou des parts de fonds d'investissement, y compris les fonds d'investissement alternatifs (FIA)* […]*, dans la mesure requise par l'article 19 du règlement (UE) n° 596/2014 ;*
- *les transactions réalisées par le gestionnaire d'un FIA dans lequel la personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou une personne ayant un lien étroit avec elle a investi, dans la mesure requise par l'article 19 du règlement (UE) n° 596/2014 ;*
- *les transactions réalisées par un tiers dans le cadre d'un mandat individuel de gestion de portefeuille ou d'actifs au nom ou pour le compte d'une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou d'une personne ayant un lien étroit avec elle ;*
- *l'emprunt ou le prêt d'actions ou de titres de créance de l'émetteur ou d'instruments dérivés ou d'autres instruments financiers qui y sont liés.* »

En revanche, les opérations suivantes ne nécessitent pas de déclaration :

- les opérations réalisées au sein d'un établissement de crédit ou d'un prestataire de services d'investissement, pour le compte de tiers, lorsque l'établissement de crédit, le prestataire ou un de leurs dirigeants est mandataire social d'une société cotée ;
- les opérations réalisées par les personnes morales mandataires sociales lorsqu'elles agissent pour compte de tiers ;
- un gage (ou une sûreté similaire) portant sur des instruments financiers liés au dépôt des instruments financiers dès lors et tant que ce gage (ou cette sûreté) n'est pas destiné à garantir une ligne de crédit particulière (article 19.7 de MAR)[54].

2.2.4. Le seuil minimum de déclaration

Le règlement général de l'AMF prévoit que l'obligation de déclaration ne s'applique qu'à partir du moment où le montant global des opérations effectuées au cours de l'année civile est supérieur à 20 000 euros[55].

[54] Rectificatif au règlement (UE) nº 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission publié le 21 octobre 2016

[55] L'article 19.8 de MAR fixe ce seuil à 5 000 euros. Toutefois, conformément à l'article 19.9, l'AMF a décidé de porter ce seuil à 20 000 euros. Ce montant est calculé en additionnant les opérations effectuées, par les personnes mentionnées au a ou au b de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier et les opérations effectuées pour le compte des personnes mentionnées au c dudit article.

2.2.5. Les modalités de déclaration

Les personnes soumises à l'obligation déclarative transmettent leurs déclarations à l'AMF et à l'émetteur dans les trois jours ouvrés à compter de la date de la transaction.

Conformément à l'instruction DOC-2016-06, la déclaration doit être transmise à l'AMF exclusivement par voie électronique *via* un extranet, appelé « Onde », qui est accessible sur le site internet de l'AMF à l'adresse suivante :
https://onde.amf-france.org/RemiseInformationEmetteur/Client/PTRemiseInformationEmetteur.aspx
Les déclarants remplissent dans « Onde » le formulaire de déclaration prévu par le règlement d'exécution (UE) 2015/523.

Les déclarations peuvent être transmises par un tiers pour le compte des personnes tenues aux déclarations. L'identité du tiers doit alors être clairement indiquée dans le formulaire de déclaration.

La déclaration ne fait pas l'objet d'un examen par l'AMF avant d'être publiée. Elle est établie sous la responsabilité exclusive du déclarant. Elle pourra néanmoins faire l'objet d'un contrôle *a posteriori* de l'AMF.

Pour toute information complémentaire relative aux modalités de connexion, veuillez contacter :
ONDE_Administrateur_Deposant@amf-france.org

Pour toute information complémentaire relative au contenu de votre déclaration veuillez contacter :
ONDE_Suivi_DeclarationDirigeant@amf-france.org

⇨ Accès à l'instruction DOC-2016-06 – opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article 19 du règlement européen sur les abus de marché

2.2.6. Le format de l'état récapitulatif des opérations des dirigeants

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier pose un principe d'information de l'assemblée générale des actionnaires et renvoie au règlement général de l'AMF pour la détermination des modalités de communication. L'article 223-26 du règlement général dispose que le rapport de gestion présente un état récapitulatif des opérations mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier réalisées au cours du dernier exercice.

L'état récapitulatif visé par l'article 223-26 du règlement général donne une information nominative pour chaque dirigeant. Les émetteurs peuvent cependant présenter, de manière agrégée, les opérations effectuées par un dirigeant et les personnes qui lui sont liées au cours du dernier exercice. L'identité des personnes liées n'est pas mentionnée dans l'état récapitulatif.

3. LA COMMUNICATION D'INFORMATION PRIVILEGIEE A DES TIERS

Cette section évoque les cas dans lesquels un émetteur, diffère la publication d'une information privilégiée dans le respect des dispositions de l'article 17.4 du règlement MAR (voir 1.2 ci-dessus pour une description des conditions à remplir).

Pour rappel, en application de l'article 10.1 du règlement MAR, « *une divulgation illicite d'informations privilégiées se produit lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions* ».

Par ailleurs, en application de l'article 17.8 du règlement MAR « *Lorsqu'un émetteur […] ou une personne agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions, […], ils sont tenus de rendre cette information intégralement et effectivement publique, simultanément en cas de communication intentionnelle, et rapidement en cas de communication non intentionnelle. [sauf si] la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle*. »

En sus des dispositions susmentionnées, l'émetteur doit alors établir une liste d'initié (3.1) et mettre en œuvre des procédures particulières lorsqu'il organise une data room (3.2).

3.1. Les listes d'initiés

L'article 18.1 de MAR définit une liste d'initiés des « *émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte* » comme « *une liste de toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, comme les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit* ».

Les listes d'initiés ont pour objet de protéger l'intégrité des marchés financiers. Elles permettent notamment :
- à l'émetteur de conserver le contrôle de l'information privilégiée qui le concerne ;
- aux personnes initiées d'avoir connaissance des obligations et des sanctions qui leur sont applicables ; et
- à l'Autorité des marchés financiers de détecter et enquêter sur d'éventuels abus de marché.

3.1.1 Les personnes tenues d'établir une telle liste

Aux termes des articles 18.1 et 18.7 de MAR, les obligations afférentes aux listes d'initiés s'appliquent :
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un marché réglementé dans un État membre ;
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un MTF dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un MTF ;
- aux émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été approuvée sur un OTF dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un OTF ; et
- à toute personne agissant au nom ou pour le compte de ces émetteurs. L'article 18.2 de MAR précise dans ce cas que « *lorsqu'une autre personne agissant au nom ou pour le compte de l'émetteur se charge d'établir et de mettre à jour la liste d'initiés, l'émetteur demeure pleinement responsable du respect du présent article. L'émetteur garde toujours un droit d'accès à la liste d'initiés* »[56].

3.1.2 Les obligations liées à la tenue d'une telle liste

[56] Concernant les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME (en France, Euronext Growth), l'article 18.6 de MAR dispose désormais qu'ils « *ont le droit de n'inclure dans leurs listes d'initiés que les personnes qui, du fait de la nature de leurs fonctions ou de leur poste au sein de l'émetteur, disposent d'un accès régulier à des informations privilégiées. Par dérogation au premier alinéa du présent paragraphe, et lorsque cela est justifié par des préoccupations nationales spécifiques liées à l'intégrité du marché, les États membres peuvent exiger des émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME qu'ils incluent dans leurs listes d'initiés toutes les personnes visées au paragraphe 1, point a). Ces listes contiennent les informations indiquées dans le format défini par l'AEMF, conformément au quatrième alinéa du présent paragraphe.*
Les listes d'initiés visées aux premier et deuxième alinéas du présent paragraphe sont fournies à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.
L'AEMF élabore des projets de normes techniques d'exécution visant à définir le format précis des listes d'initiés visées au deuxième alinéa du présent paragraphe. Le format des listes d'initiés est proportionné et constitue une charge administrative allégée par rapport au format des listes d'initiés visées au paragraphe 9.
L'AEMF soumet ces projets de normes techniques d'exécution à la Commission au plus tard le 1er septembre 2020.
La Commission est habilitée à adopter les normes techniques d'exécution visées au quatrième alinéa du présent paragraphe conformément à l'article 15 du règlement (UE) no 1095/2010 ».

Aux termes des paragraphes 1, 2, 4 et 5 de l'article 18 de MAR, les émetteurs et toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte doivent :

- établir chacun, dans un format électronique, une liste d'initiés ;
- mettre chacun « *cette liste d'initiés à jour rapidement conformément au paragraphe 4* » de l'article 18 de MAR (y compris la date et l'heure de la mise à jour, le changement de motif de l'inscription sur la liste) ;
- communiquer chacun cette liste à l'Autorité des marchés financiers[57], « *dès que possible à la demande de celle-ci* » et par voie électronique[58] ;
- conserver chacun la liste d'initiés et les versions précédentes pendant une période d'au moins 5 ans après son établissement ou sa mise à jour ;
- prendre « *toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que les personnes figurant sur la liste d'initiés reconnaissent par écrit les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés, et à la divulgation illicite d'informations privilégiées* ».

3.1.3 Le contenu des listes

Chaque information privilégiée doit faire l'objet d'une liste dédiée, qui précise quelles personnes ont eu accès à une information. Le 3ème considérant du règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016 relatif au format des listes d'initiés et à ses mises à jour apporte les précisions suivantes :

« *Comme de multiples informations privilégiées peuvent exister en même temps au sein d'une entité, les listes d'initiés devraient définir avec précision à quels éléments d'informations privilégiées spécifiques ont eu accès des personnes travaillant pour des émetteurs* […]*, (qu'il s'agisse, entre autres, d'un accord, d'un projet, d'un événement d'entreprise ou d'un événement financier, de la publication d'états financiers ou d'avertissements sur résultats). À cet effet, la liste d'initiés devrait être divisée en différentes sections, chacune d'entre elles étant consacrée à une information privilégiée donnée. Chaque section devrait énumérer toutes les personnes qui ont accès à la même information privilégiée.* »

L'article 2.1 dudit règlement d'exécution précise ainsi que :

« *1. Les émetteurs* […] *ou les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte, veillent à ce que leur liste d'initiés soit divisée en différentes sections, chacune se rapportant à un type précis d'information privilégiée. Des nouvelles sections sont ajoutées à la liste d'initiés à mesure que de nouvelles informations privilégiées* […] *sont identifiées. Chaque section de la liste d'initiés inclut uniquement les coordonnées des personnes ayant accès au type d'information privilégiée sur laquelle porte cette section.* »

Le paragraphe 3 de l'article 18 de MAR dispose que « *la liste d'initiés contient à tout le moins :*

a) l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées ;
b) la raison pour laquelle cette personne figure sur la liste d'initiés ;
c) la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilégiées ; et
d) *la date à laquelle la liste d'initiés a été établie* ».

[57] Lorsque l'AMF est l'autorité compétente.

[58] La précision relative à la voie électronique est apportée par l'article 2.5 du règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes, qui dispose :

« *5. La liste d'initiés visée au paragraphe 3 est soumise par le moyen électronique précisé par l'autorité compétente. Les autorités compétentes publient sur leur site web les moyens électroniques à utiliser. Ces moyens électroniques garantissent que l'exhaustivité, l'intégrité et la confidentialité des informations sont préservées pendant la transmission.* »

L'AMF a indiqué que la transmission se ferait par courriel *via* un outil sécurisé d'échange (Sesterce).

L'annexe I du règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016 relatif au format des listes d'initiés et à ses mises à jour précise que la liste d'initié doit contenir 12 types d'informations concernant chaque personne listée comme ayant eu accès à l'information privilégiée désignée :

- les prénom(s), nom(s), nom(s) de naissance si différent(s) et date de naissance ;
- le numéro d'identification national de l'initié (le cas échéant) ;
- les numéros de téléphone privés de l'initié (ligne professionnelle fixe directe, ligne personnelle et téléphones portables professionnel et personnel) ;
- l'adresse privée complète de l'initié ;
- le nom et l'adresse de la société dont l'initié est salarié ;
- la fonction exercée et la raison pour laquelle la personne est initiée ;
- les dates et heures auxquelles la personne a eu accès aux informations privilégiées ;
- les dates et heures auxquelles la personne a cessé d'avoir accès aux informations privilégiées.

Ce règlement d'exécution établit les formats type que les listes d'initiés doivent désormais respecter.

⇨ Accès au règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016 relatif au format des listes d'initiés et à ses mises à jour

3.1.4 Les personnes à inscrire sur la liste

L'article 18 de MAR prévoit que les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte « *établissent une liste de toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, comme les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit* ». En application de ce principe, et compte tenu du caractère non limitatif des exemples donnés, il est précisé que les commissaires aux comptes de l'émetteur sont également visés par cette obligation.

Les initiés permanents : il s'agit des « *personnes qui, de par la nature de leurs fonctions ou de leur position, ont en permanence accès à l'ensemble des informations privilégiées que possède l'émetteur* »[59]. Ce sont, par exemple, des personnes travaillant au sein de l'émetteur, telles que, selon la taille, le mode d'organisation ou l'activité de l'émetteur, les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance, ainsi que tout autre salarié ou préposé de l'émetteur, dès lors que ces personnes ont un accès à l'ensemble des informations privilégiées.

Comme le précise le considérant 4 du règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016 relatif au format des listes d'initiés et à ses mises à jour, « *pour éviter que les mêmes personnes ne figurent de manière répétée dans différentes sections des listes d'initiés, les émetteurs* […] *ou les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte, peuvent décider d'ajouter une section supplémentaire à la liste d'initiés et de la tenir à jour. Cette section sera appelée la "section des initiés permanents" et sera par nature différente des autres sections de la liste, puisqu'elle n'aura pas été créée en rapport avec l'existence d'une information privilégiée spécifique. Une telle section des initiés permanents ne devrait inclure que les personnes qui, de par la nature de leurs fonctions ou de leur position, ont en permanence accès à l'ensemble des informations privilégiées que possède l'émetteur* […] ».

L'article 2.2 de ce même règlement précise que les émetteurs ou les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte « *peuvent insérer une section supplémentaire dans leur liste d'initiés, contenant les coordonnées de personnes ayant accès en permanence à l'ensemble des informations privilégiées ("initiés permanents")* ». L'article 2.2 ajoute que « l*es coordonnées des initiés permanents figurant dans la section supplémentaire visée à l'alinéa précédent ne sont pas incluses dans les autres sections de la liste d'initiés visées au paragraphe 1* ».

[59] Considérant 4 du règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016.

Les initiés occasionnels : il s'agit de personnes ayant accès ponctuellement à des informations privilégiées concernant l'émetteur. Il peut ainsi s'agir d'une personne intervenue lors de la préparation d'une opération financière. Ces personnes peuvent appartenir à deux catégories :

- les personnes travaillant au sein de l'émetteur, telles que les salariés et préposés ayant accès à une information privilégiée à raison, par exemple, de leur compétence particulière sur un projet d'acquisition ; et,
- les tiers agissant au nom ou pour le compte de l'émetteur, ayant accès à des informations privilégiées dans le cadre de leurs relations professionnelles avec l'émetteur lors de la préparation ou de la réalisation d'une opération ponctuelle, tels que les prestataires de services incluant notamment les avocats, les banques de financement et d'investissement, qui travaillent, par exemple, avec l'émetteur sur le montage d'une opération ou un projet d'opération, ou encore les agences de communication choisies pour cette opération. Les agences de notation sont également concernées dans la mesure où elles agissent à la demande de l'émetteur et ont accès à des informations privilégies le concernant.

Les tiers agissant au nom ou pour le compte de l'émetteur doivent eux-mêmes établir et tenir à jour une liste d'initiés qui comporte, en complément de celle établie par l'émetteur, les noms des collaborateurs initiés dans le cadre de leur relation professionnelle avec l'émetteur. Le format d'établissement et la mise à jour de ces listes d'initiés doivent respecter le règlement MAR et le règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016.

Ainsi, sur la liste de l'émetteur ne peut figurer que le nom de la personne physique en charge de tenir la liste d'initiés du tiers qui agit au nom ou pour le compte de l'émetteur, à l'exclusion donc du nom de l'ensemble des collaborateurs personnes physiques en charge du dossier chez ce tiers. Cette personne physique indique qu'elle est en charge d'établir cette liste pour le compte du tiers.

A titre d'exemple, lorsqu'un émetteur recourt aux conseils d'un cabinet d'avocats pour la préparation d'une opération financière, il doit inscrire sur sa liste le nom de la personne physique en charge de tenir la liste au sein du cabinet avec le nom du cabinet pour lequel il intervient. Ce cabinet doit à son tour inclure dans sa propre liste le nom de toutes les personnes travaillant en son sein qui ont accès à des informations privilégiées du fait de leur participation à l'opération, notamment les collaborateurs, traducteurs ou documentalistes ayant accès au dossier. Sa liste doit également mentionner, le cas échéant, le nom des tiers prestataires auxquels il a fait appel dans le cadre de la préparation de l'opération.

3.1.5 La mise à jour des listes d'initiés

Aux termes de l'article 18.4 de MAR, « *les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte mettent la liste d'initiés à jour rapidement, y compris la date de la mise à jour, dans les circonstances suivantes :*

a) en cas de changement du motif pour lequel une personne a déjà été inscrite sur la liste d'initiés ;
b) lorsqu'une nouvelle personne a accès aux informations privilégiées et doit, par conséquent, être ajoutée à la liste d'initiés ; et
c) *lorsqu'une personne cesse d'avoir accès aux informations privilégiées*.

« *Chaque mise à jour précise la date et l'heure auxquelles sont survenus les changements entraînant la mise à jour.* »

En outre, ces personnes doivent être en mesure de fournir les versions précédentes de la liste[60].

[60] Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, article 2.4(c).

3.1.6 Les modalités de mise à disposition de la liste d'initiés

Aux termes de l'article 2.5 du règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, précité, la liste d'initiés doit être établie et mise à jour sous un format électronique qui garantisse « *que l'exhaustivité, l'intégrité et la confidentialité des informations sont préservées pendant la transmission* ».

Tout émetteur ou toute personne agissant en son nom ou pour son compte conserve la liste d'initiés et ses versions précédentes pour une période d'au moins cinq ans après son établissement ou sa mise à jour.

L'AMF ou tout régulateur d'un autre Etat de l'Union européenne dans lequel les instruments financiers de l'émetteur sont admis aux négociations sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF peuvent la demander.

L'ESMA a apporté des précisions sur la mise en œuvre du règlement MAR en ce qui concerne l'établissement des listes d'initiés[61].

3.2. *Data room*

Les procédures dites de « *data room* » peuvent être mises en place par un émetteur[62] dans le cadre de la réalisation d'opérations. A cette occasion, l'émetteur donne accès aux participants à un ensemble d'informations le concernant directement ou indirectement, parmi lesquelles certaines peuvent être de nature à constituer des informations privilégiées.

L'article 17.8 de MAR rappelle qu'un émetteur est tenu de rendre intégralement et effectivement publique l'information privilégiée transmise à un tiers, sauf si « *la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle* ».

Dans la mesure où l'ouverture d'une « *data room* » est susceptible de porter atteinte au principe d'égalité d'information et aux règles relatives à la gestion de l'information privilégiée, l'AMF recommande que les procédures de « *data room* » ne soient mises en place que dans le cadre d'opérations significatives et ne donnent accès à des informations privilégiées que dans la mesure où cela est strictement nécessaire à l'information des participants pour les besoins de l'opération concernée.

Les développements ci-après rappellent certains principes dont l'AMF recommande l'application aux émetteurs ainsi qu'aux participants à la « *data room* ».

3.2.1. Les conditions de mise en œuvre d'une procédure de « *data room* » donnant accès ou pouvant donner accès à des informations privilégiées

3.2.1.1. Une procédure réservée aux opérations significatives

Recommandation :

Compte-tenu des risques inhérents à l'organisation d'une « *data room* », l'AMF recommande aux émetteurs de limiter la mise en place de « *data room* » donnant lieu ou pouvant donner lieu à la transmission d'informations privilégiées aux seules opérations significatives. Le caractère significatif sera apprécié au vu notamment de la taille de l'opération projetée et de ses liens avec les processus de décisions stratégiques (présence d'un ou plusieurs administrateurs au conseil, partenariat industriel et commercial, *etc.*), en particulier si l'opération n'est pas suivie d'une offre publique.

[61] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (Q.10).
[62] Les émetteurs concernés sont soumis à l'obligation de communication de l'information permanente (*cf.* point 1 *supra*).

3.2.1.2. Une procédure donnant accès à des informations privilégiées

Les procédures de « *data room* » ne doivent donner accès à des informations privilégiées que dans la mesure où cela est strictement nécessaire à l'information des participants pour les besoins de l'opération concernée.

Par conséquent, l'émetteur doit s'interroger sur la nature des informations qui seront transmises aux participants. Certaines informations peuvent être déjà identifiées, avant la mise en place de la « *data room* »*,* en tant qu'informations privilégiées par l'émetteur qui en a différé la publication après avoir vérifié le respect des conditions prévues par l'article 17.1 de MAR (*cf.* point 1.2.2 ci-avant). D'autres informations peuvent ne pas avoir été identifiées comme privilégiées avant la constitution de la « *data room* » par l'émetteur mais peuvent le devenir dans le cadre même de cette procédure, par exemple par association avec d'autres informations.

Recommandation :

L'AMF recommande que les procédures de « *data room* » ne donnent accès à des informations privilégiées que si cet accès est strictement nécessaire à l'information des participants pour les besoins de l'opération concernée.

3.2.1.3. Une procédure réservée aux personnes témoignant d'un intérêt sérieux à acquérir

Recommandation :

L'AMF recommande que l'accès à la « *data room* » soit limité et réservé aux signataires d'une lettre d'intention témoignant de leur intention de réaliser une opération financière et du sérieux de leur projet, en particulier de leur capacité à financer celui-ci.

L'information communiquée à l'occasion de ces procédures doit permettre aux acquéreurs de confirmer ou non leur intention d'investir, ainsi que de définir avec précision les conditions auxquelles ils sont prêts à réaliser la transaction.

3.2.1.4. Une procédure sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité

Recommandation :

L'AMF recommande que préalablement à l'ouverture d'une procédure de « *data room* », chacun des participants signe un engagement de confidentialité, destiné à prévenir tout risque de divulgation et d'exploitation d'information(s) privilégiée(s).

Cet engagement de confidentialité stipule que le participant à la « *data room* » est informé et prend acte :

- **qu'il se verra communiquer une ou plusieurs information(s) privilégiée(s) en toute connaissance de cause dans le cadre de la « *data room* »*,* que ce soit sous format papier ou par tout autre moyen (notamment électronique ou oral) ;**
- **que pendant la période de mise à disposition des données dans le cadre de la « *data room* » et jusqu'à la publication des informations privilégiées par l'émetteur, cette ou ces information(s) privilégiée(s) ne pourra/pourront ni être transmise(s) à des tiers, ni utilisée(s) à d'autres fins que pour les besoins de l'opération projetée qui a justifié la mise en place de la *data room* (sur la persistance de cette obligation après la clôture de la « *data room* » voir 3.2.2.2 ci-après) ;**
- **que, même après la clôture de la « *data room* », il ne sera aucunement libéré de ses obligations d'abstention décrites dans l'engagement de confidentialité, tant que l'émetteur n'aura pas lui-même publié l'(les) information(s) privilégiée(s) dans les formes requises par le règlement relatif aux abus de marché ; et qu'il a connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées**.

3.2.2. L'information du public dans le cadre d'une procédure de « *data room* »

3.2.2.1. Avant la clôture de la « *data room* »

Certaines des informations délivrées dans le cadre de la « *data room* » peuvent devenir des informations privilégiées au moment de la tenue de celle-ci. L'émetteur devra alors être en mesure de justifier qu'il respecte l'ensemble des conditions fixées par MAR afin d'en différer la communication au public.

Par ailleurs, avant même la clôture de la procédure de « *data room* », il est rappelé que si l'une ou plusieurs des conditions exigées par l'article 17.1 du règlement MAR et ayant justifié le différé de publication d'une information privilégiée vien(nen)t à ne plus être remplie(s), l'émetteur doit publier l'information dès que possible, sans attendre la clôture de ladite procédure, et selon les modalités prévues par MAR.

3.2.2.2. A la clôture de la « *data room* »

Afin de rétablir le principe d'égalité d'accès des investisseurs à l'information, et dès lors que les conditions requises pour un différé de publication ne sont plus remplies, toute information privilégiée communiquée aux potentiels acquéreurs est publiée par l'émetteur, dès que possible après la clôture de la procédure de « *data room* » et de manière effective, selon les modalités exigées par MAR.

Recommandation :

L'AMF recommande que lorsqu'une opération financière ayant motivé l'organisation d'une « *data room* » donne lieu à l'établissement d'un prospectus ou d'une note d'information intégrant les informations transmises dans le cadre de la « *data room* », la mention suivante y figure : « *L'émetteur déclare avoir rétabli en tous points significatifs l'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs par la publication de ce prospectus/de cette note d'information.* »

Par ailleurs, il est rappelé qu'en application de l'article 17.1 de MAR, le simple fait pour l'émetteur d'inclure, dans une note d'information, une information privilégiée dont il avait jusque-là différé la communication ne suffit pas à décharger l'émetteur de son obligation de communiquer cette information privilégiée au public dans les formes requises par cet article.

Recommandation :

L'AMF attire l'attention des émetteurs sur le fait qu'il leur appartient, à tout moment, y compris à l'issue de la « *data room* », d'apprécier la nature des informations qu'ils détiennent. En particulier, un échec de l'opération envisagée (qui avait motivé l'organisation de la « *data room* ») peut constituer en tant que telle une information privilégiée. Tel est le cas, par exemple, lorsque les perspectives annoncées intégraient l'hypothèse d'un financement qui n'a finalement pu être obtenu. Une telle information est dès lors soumise au régime de l'information permanente.

3.2.2.3. Cas particulier où la procédure de « *data room* » intervient lors d'une offre publique

Recommandation :

Quand la procédure de « *data room* » intervient à l'occasion d'une offre publique, dans le cas de la réception par l'émetteur d'offres concurrentes, celui-ci doit organiser, en application de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, l'accès de tous les compétiteurs aux informations nécessaires contenues dans la « *data room* », et notamment aux informations privilégiées. Il doit alors conclure avec chacun d'entre eux un accord de confidentialité dans les termes énoncés *supra.*

Sommaire détaillé

RAPPEL PRELIMINAIRE - DEFINITION DE L'INFORMATION PRIVILEGIEE ET DES OBLIGATIONS D'ABSTENTION 5

1. L'INFORMATION PERMANENTE DES EMETTEURS 7

1.1. L'obligation de publication de l'information privilégiée des émetteurs 7

1.2. Le différé de publication d'une information privilégiée 8
1.2.1. L'autorité compétente en matière de différé d'information privilégiée 8
1.2.2. Le différé d'information lié à l'atteinte aux intérêts légitimes d'un émetteur 9
1.2.2.1. Les situations de nature à justifier un différé de communication de l'information privilégiée 9
1.2.2.2. Les modalités de notification d'un différé de publication de l'information privilégiée 13
1.2.3. Le différé d'information lié à la préservation de la stabilité du système financier 14
1.2.4. La fin du différé de publication de l'information privilégiée 15

1.3. Les modalités de publication de l'information privilégiée 15
1.3.1. La publication par un émetteur coté sur un marché réglementé ou dont l'admission des titres a été demandée 16
1.3.2. La publication par un émetteur coté sur un MTF ou OTF ou dont l'admission des titres a été demandée 16
1.3.3. L'archivage des informations privilégiées publiées par l'émetteur 18

1.4. Cas particuliers d'information privilégiée 18
1.4.1. Gestion des rumeurs 18
1.4.2. Avertissement sur résultats (« *profit warning* ») 19
1.4.3. Date de détachement du dividende 20
1.4.4. Émetteurs en difficulté 21
1.4.4.1. Principes généraux 21
1.4.4.2. Les procédures de prévention des difficultés des entreprises 22
1.4.4.3. Les procédures collectives 23
1.4.5. L'information trimestrielle ou intermédiaire 24
1.4.6. Autres obligations d'information permanente 24

1.5. Les autres grands principes de la communication financière 25
1.5.1. Les caractères exact, précis et sincère de l'information 25
1.5.2. Le principe d'égalité d'accès à information 25
1.5.3. Le principe de loyauté dans le choix du support de communication de l'information 25

1.6. Les recommandations de l'AMF en matière de communication financière 26
1.6.1. L'instauration d'une période d'« embargo » avant la publication des résultats annuels, semestriels ou trimestriels 26
1.6.2. La mise en place de procédures internes adaptées aux nécessités de la communication financière 26
1.6.3. Le suivi du consensus, lorsqu'il en existe un 27
1.6.4. La communication des émetteurs sur leur site internet et sur les médias sociaux 27
1.6.4.1. Recommandations relatives au site internet des émetteurs cotés 27
Accessibilité 28
Mise à jour 28
Archivage et mise à disposition de la communication financière de l'émetteur 29
1.6.4.2. Recommandations relatives à l'utilisation par les émetteurs cotés des médias sociaux 29
Authentification et accès à l'information 30

Processus de veille active 30
Gestion du format particulier des messages 30
Réaction aux rumeurs 31

2. INFORMATION PRIVILEGIEE ET DIRIGEANTS 35

2.1. Les mesures de prévention des manquements d'initiés 35
2.1.1. Les fenêtres négatives (« périodes d'arrêt ») 36
2.1.1.1. L'interdiction de réaliser des transactions pendant les fenêtres négatives 37
2.1.1.2. Les exceptions 38
Les circonstances exceptionnelles 38
Les transactions susceptibles d'être autorisées 39
2.1.2. Les autres mesures dont l'AMF recommande la mise en œuvre par les émetteurs cotées afin de prévenir les manquements d'initiés 40
2.1.2.1. Prendre des mesures appropriées pour protéger les informations privilégiées et limiter le nombre de personnes y ayant accès 40
2.1.2.2. Codifier les obligations 40
2.1.2.3. Informer et former toutes les personnes susceptibles d'être concernées 41
2.1.2.4. Désigner un déontologue 41

2.2. Les déclarations des dirigeants 42
2.2.1. Les émetteurs et marchés concernés 42
2.2.2. Les personnes tenues aux obligations de déclaration 42
2.2.2.1. Les dirigeants concernés 42
2.2.2.2. Les responsables de haut niveau concernés 43
2.2.2.3. Les personnes étroitement liées concernées 43
2.2.2.4. La liste des personnes concernées 43
2.2.3. Les opérations à déclarer 43
2.2.4. Le seuil minimum de déclaration 45
2.2.5. Les modalités de déclaration 46
2.2.6. Le format de l'état récapitulatif des opérations des dirigeants 46

3. LA COMMUNICATION D'INFORMATION PRIVILEGIEE A DES TIERS 46

3.1. Les listes d'initiés 47

3.1.1 Les personnes tenues d'établir une telle liste 47

3.1.2 Les obligations liées à la tenue d'une telle liste 47

3.1.3 Le contenu des listes 48

3.1.4 Les personnes à inscrire sur la liste 49

3.1.5 La mise à jour des listes d'initiés 50

3.1.6 Les modalités de mise à disposition de la liste d'initiés 51

3.2. *Data room* 51
3.2.1. Les conditions de mise en œuvre d'une procédure de « *data room* » donnant accès ou pouvant donner accès à des informations privilégiées 51
3.2.1.1. Une procédure réservée aux opérations significatives 51
3.2.1.2. Une procédure donnant accès à des informations privilégiées 52
3.2.1.3. Une procédure réservée aux personnes témoignant d'un intérêt sérieux à acquérir 52
3.2.1.4. Une procédure sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité 52
3.2.2. L'information du public dans le cadre d'une procédure de « *data room* » 53

3.2.2.1. Avant la clôture de la « data room » 53
3.2.2.2. A la clôture de la « data room » 53
3.2.2.3. Cas particulier où la procédure de « data room » intervient lors d'une offre publique 53

SOMMAIRE DETAILLE 54

INDEX ALPHABETIQUE 57

ANNEXE 1 : LISTE DES DOCUMENTS DE DOCTRINE AMF ANNULES ET REPRIS PAR LA PRESENTE POSITION-RECOMMANDATION 58

ANNEXE 2 : LISTE DES DOCUMENTS DE DOCTRINE AMF CITES DANS LA PRESENTE POSITION-RECOMMANDATION 59

Index alphabétique

A

Archivage **18**, **27**, **29**
Autorité compétente **8**, **9**, **14**, **15**, **16**, **38**
Avertissement sur résultats **19**, **20**

C

Communication financière **25**, **26**, **27**, **28**, **29**

D

Data room **43**, **47**, **48**, **49**
Date de détachement du dividende **20**, **21**
Déclarations des dirigeants **38**, **39**
Définition de l'information privilégiée **5**, **21**, **36**
Différé de publication **8**, **11**, **12**, **14**, **15**, **16**, **49**

E

Embargo **26**
Émetteurs en difficulté **21**

F

Fenêtres négatives **32**, **33**, **34**, **35**, **39**

I

Information permanente **6**, **7**, **11**, **19**, **21**, **22**, **23**, **24**, **26**, **49**
Intérêts légitimes **8**, **9**, **11**, **12**, **15**, **19**, **23**

L

Listes d'initiés **37**, **43**, **44**, **45**, **46**

M

Manquements d'initiés **32**, **36**, **37**
Médias sociaux **19**, **27**, **29**, **30**, **31**

P

Publication **7**, **11**, **12**, **13**, **14**, **15**, **16**, **17**, **18**, **23**, **26**

R

Rumeurs **7**, **18**, **31**

S

Stabilité du système financier **15**

Annexe 1 : Liste des documents de doctrine AMF annulés et repris par la présente position-recommandation

Date	Titre
09/12/2014	Recommandation DOC-2014-15 – Communication des émetteurs cotés, internet et médias sociaux
03/11/2010	Recommandation DOC-2010-07 – Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des émetteurs cotés
28/07/2009	Position DOC-2009-14 – Information financière diffusée par les sociétés en difficulté
23/03/2007	Position - Recommandation DOC- 2007-10 – Obligation d'information sur la date de détachement du dividende
28/09/2006	Position DOC-2006-14 – Questions-réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées
18/01/2006	Position DOC-2006-11 – Etablissement des listes d'initiés par les émetteurs d'instruments financiers
01/10/2003	Position-recommandation DOC-2003-01 – Transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des émetteurs cotées sur un marché réglementé (procédures dites de « *data room* »)

Annexe 2 : Liste des documents de doctrine AMF cités dans la présente position-recommandation

Date	Titre
26/10/2016	Instruction DOC-2016-07 – Modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée
26/10/2016	Instruction DOC-2016-06 – Modalités de transmission des opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article 19 du règlement européen sur les abus de marché (annule l'instruction DOC-2006-05)
26/10/2016	Position-recommandation DOC-2016-05 – Guide de l'information périodique