Lettre Creda-sociétés
n° 2025-04 du 5 mars 2025

Le *Listing Act* réforme l'obligation de révélation des informations privilégiées

Lorsqu'un émetteur de titres cotés se trouve engagé dans un processus en plusieurs étapes (négociations contractuelles, projet d'offre publique ou de restructuration…), il ne sera tenu, à l'avenir, que de communiquer au marché les seules informations relatives à l'achèvement de ce processus.

Le 8 octobre 2024, le Conseil de l'Union européenne a adopté le « *Listing Act* », comportant un ensemble de mesures visant à favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens. Ce paquet est composé de deux Directives (2024/2810 et 2024/2811) et d'un Règlement (2024/2809). De nombreuses dispositions sont d'application différée (V. le calendrier détaillé proposé par l'AMF). Le dernier texte modifie le Règlement (UE) n° 596/2014, du 16 avr. 2014 (ci-après « Règlement « Abus de marché » ») sur plusieurs points, dans le dessein d'alléger les obligations des émetteurs au titre de l'information permanente. La mesure la plus marquante concerne l'obligation de révélation des informations privilégiées.

Les principes actuels

Pour comprendre le sens de la réforme, qui entrera en vigueur le 5 juin 2026, il est utile de rappeler les principes actuellement applicables.

L'article 17 du Règlement « Abus de marché » impose aux émetteurs de rendre publiques, dès que possible et sous peine de sanctions, les informations privilégiées qui les concernent directement. L'information privilégiée est définie à l'article 7-1, a) 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* ». L'information visée est celle qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de sa décision d'investissement (Règl. « Abus de marché », art. 7-4).

Le texte traite par ailleurs le cas particulier de l'émetteur impliqué dans un processus en plusieurs étapes. La CJUE avait déjà eu à aborder ce problème, sous l'empire de la Directive « Abus de marché » de 2003. La question posée fut celle de savoir si l'émetteur doit révéler au marché chacune des étapes intermédiaires du processus, ou s'il peut se contenter de ne communiquer que son point d'aboutissement final. Le juge communautaire avait opté pour la première branche de l'alternative (CJUE 28 juin 2012, aff. C-19/11, M. Getl c/ Daimler). En l'espèce, avant la révélation de l'information relative à la cessation des fonctions du directeur général, et alors que les tractations étaient encore en cours, plusieurs investisseurs avaient cédé leurs titres… qui se sont très sensiblement appréciés par l'effet de l'annonce officielle du départ de ce dirigeant.

Le Règlement « Abus de marché » avait consacré cette solution. Aux termes de son article 7-2, « *dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement* ». L'article 7-3 précise cependant qu'une étape intermédiaire ne peut être considérée comme une information privilégiée qu'à la condition de satisfaire, en elle-même, aux critères généraux de cette dernière qualification (A rappr. : Cass. com., 1er mars 2017, n° 14-26225, *admettant qu'une cour d'appel décèle une information privilégiée dans un projet d'offre publique, même si un aléa subsistait quant à la date et à la réalisation effective du lancement de l'offre, dès lors que ce projet était, à cette date, suffisamment défini pour avoir des chances raisonnables d'aboutir*).

L'émetteur peut certes différer la publication l'information privilégiée résultant d'une étape du processus, mais à la condition de satisfaire aux exigences générales imposées par l'article 17-4 : (i) la publication immédiate doit être susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ; (ii) le retard de publication ne doit pas être susceptible d'induire le public en erreur ; (iii) l'émetteur doit être en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.

Lettre Creda-sociétés
n° 2025-04 du 5 mars 2025

Le *Listing Act* réforme l'obligation de révélation des informations privilégiées

Critiques des solutions actuelles

Ces solutions ont suscité un certain nombre de critiques (S. Storck, Dr sociétés 2013, comm. 208). A ainsi été soulignée l'insécurité dans laquelle se trouve placé l'émetteur, contraint de se demander, à chaque étape, si celle-ci peut constituer ou non une information privilégiée. A rebours, il a donc été soutenu que, par principe, l'information privilégiée ne devrait être que la concrétisation du projet final, et non les étapes intermédiaires qui, en elles-mêmes, sont dépourvues de sens détachées de leur finalité. A la rigueur, une étape ne pourrait, dans cette conception, être prise en considération qu'en tant qu'indice de la probabilité de survenance de l'évènement projeté ; à ce titre seulement, elle pourrait déclencher une obligation déclarative, si elle permet de considérer comme raisonnable la probabilité de survenance de cet évènement.

Des difficultés opérationnelles furent aussi relevées. Au-delà de la lourdeur qu'impliquent les multiples publications intermédiaires, n'y a-t-il pas un risque de déstabilisation du marché, résultant de la révélation d'informations contradictoires, dans l'hypothèse où le processus serait ponctué de reculs ou d'inflexions ?

L'autre écueil réside dans le fait que la difficulté a été déplacée vers le recours au régime contraignant de l'article 7-2, permettant à l'émetteur de conserver temporairement le secret. Or, ses conditions sont d'un maniement délicat. La notion d'intérêt légitime est floue. Selon les orientations de l'ESMA (2016/1478), pourrait par exemple constituer un tel intérêt le fait que la divulgation d'une étape intermédiaire risque de faire échouer le projet final. Les autres critères posent tout autant question. Ne peut-on pas penser qu'une dissimulation est toujours de nature à induire les investisseurs en erreur ? Quant à la confidentialité, elle peut être lourde à mettre en œuvre : conclusion d'accords contraignants entre les participants, restrictions techniques (badges, cloisonnement des locaux…), étant observé que si les mesures mises en œuvre ne sont plus efficaces, l'émetteur doit, sans tarder, révéler l'information (AMF, 25 avr. 2019, Iliad).

Les nouveaux principes

Les critiques furent manifestement entendues. Dans ses considérants, le Règlement prend ainsi acte du fait que « *lorsque des informations sont publiées à un stade très précoce et sont de nature préliminaire, elles pourraient induire les investisseurs en erreur, au lieu de contribuer à une formation efficace des prix et de remédier aux asymétries d'information. Par conséquent, […], l'obligation de publication ne devrait pas couvrir les annonces de simples intentions, les négociations en cours ou, selon les circonstances, l'état d'avancement des négociations, telle qu'une réunion entre représentants de la société* » (consid. 67).

Dès lors, l'article 17-1, dans sa nouvelle version, prévoit que l'obligation de divulgation « *ne s'applique pas aux informations privilégiées relatives aux étapes intermédiaires d'un processus en plusieurs étapes* ». Le texte ajoute que dans ce cadre, « *seuls les circonstances finales ou l'événement final doivent être divulgués, dès que possible après qu'ils se sont produits* ».

Logiquement, la non-divulgation des informations privilégiées relatives aux différentes étapes ne sera donc plus soumise aux conditions du différé d'information (Règl. « Abus de marché » mod., art. 17-4 bis), sauf la confidentialité, laquelle doit en toute hypothèse être assurée (à défaut, l'obligation déclarative renaît : *Règl. « Abus de marché », mod., art. 17-7*). Observons au passage que la deuxième condition, suivant laquelle « *le retard de publication [ne doit pas être susceptible] d'induire le public en erreur* », a été remplacée par l'exigence, plus objective, que « *l'information privilégiée dont l'émetteur […] entend différer la publication [ne doit pas entrer en] contradiction avec la dernière annonce publique ou un autre type de communication de l'émetteur […] sur la même matière que celle à laquelle l'information privilégiée se rapporte* ».

Akram EL MEJRI
Maître de conférences à l'Université Paris Nanterre

Relevons enfin que le différé d'information ainsi offert aux émetteurs ne leur permet pas d'échapper aux autres obligations imposées par le Règlement, telles les diverses obligations d'abstention, et celle d'établir une liste d'initiés (*Règl. « Abus de marché », art. 8 et 18 not.*).

Par la conciliation qu'il opère entre les divers intérêts en présence (intégrité de l'information communiquée au marché, intérêt de l'émetteur), la réforme est à saluer. Les incertitudes ne sont toutefois pas totalement dissipées. L'identification du moment où « *un ensemble de circonstances* » ou un évènement deviennent définitifs n'est jamais évidente. En vue d'éclairer les régulateurs et les opérateurs, la Commission a opportunément été habilitée à adopter un acte délégué.