



## LE MOT DE LA SEMAINE

## Information privilégiée



485

## Les risques d'une transparence dogmatique



Olivier Diaz, avocat à la Cour, associé chez Skadden Arps, expert du Club des juristes

Frédéric Peltier, avocat à la Cour, associé chez Dethomas Peltier Kofp Juvigny, expert du Club des juristes

**L'**information privilégiée est l'ennemi de la transparence. Deux règles assurent l'égalité de l'information. La première impose aux sociétés de rendre publique, le plus tôt possible, toute information privilégiée. La seconde prohibe l'utilisation d'information privilégiée, c'est-à-dire les opérations d'initié.

La CJUE vient de rendre un arrêt qui met fin à toutes les spéculations sur la possibilité d'une définition différente de l'information privilégiée selon qu'il s'agisse d'appliquer l'obligation de publication ou l'obligation d'abstention (CJUE, 11 mars 2015, aff. C-628/13, *J.-B. Lafonta c/ Autorité des marchés financiers*).

Dans cette affaire le demandeur contestait que les critères de précision et d'influence sur le cours de l'information privilégiée puissent être réunis quand il était impossible d'anticiper le sens de la variation de cours que pourrait induire la publication de l'information non publique. Pour la CJUE, l'incidence sur le cours résulte du fait que la publication de l'information est susceptible d'engendrer de nombreuses décisions d'achat ou de vente, et donc de créer un décalage sensible du cours. Peu importe donc le sens de l'influence.

Le sens du décalage de cours reste cependant pertinent pour mesurer l'avantage indu qui constitue l'opération d'initié (CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo group et Van Raemdonck*, EU:C:2009:806). Il s'agira en effet pour les opérations d'initié, de réprimer l'utilisation d'une information non publique en faisant un profit ou en évitant une perte avant sa publication. Il est clair que l'initié ne pourra être poursuivi que si l'opération qu'il a réalisée lui a été profitable. Le vendeur initié vend avant la baisse, l'acheteur initié achète avant la hausse. Si la publication de l'information privilégiée n'a pas entraîné un décalage de cours permettant de générer l'avantage indu, l'opération d'initié n'existe pas.

En revanche, en matière d'obligation de publication, quelle que soit l'incertitude sur l'anticipation de l'effet sur le cours

d'une information privilégiée, sa communication au marché doit être réalisée le plus tôt possible. Acheteurs et vendeurs sur le marché doivent l'un comme l'autre bénéficier de cette information.

La récente concentration de décisions de la Commission des sanctions de l'AMF en matière de retard de publication d'information privilégiée illustre que l'obligation de communication laisse peu de place à l'exception (*Faurécia*, 18 déc. 2014 ; *Air France KLM*, 5 mars 2015 ; *Sté Héraclès anc. 1855*, 10 mars 2015).

On comprend bien que le marché ne peut pas fonctionner sur la base d'une information incomplète sur les perspectives d'un émetteur. Les espaces temporels de l'information périodique, aussi courts soient-ils – l'information périodique est trimestrielle, ne justifient pas d'attendre pour communiquer une information privilégiée. La distorsion de l'information doit donc être corrigée au plus vite. Cependant cette obligation de transparence ne doit pas s'éloigner des réalités de l'entreprise.

En pratique, s'il est aisé de se convaincre qu'une information non publique a les caractéristiques d'une information privilégiée et donc que sa connaissance conduit à l'obligation d'abstention, traduire une telle information en un communiqué pour la rendre publique est un tout autre exercice.

Il est essentiel que cette communication soit exacte, précise et sincère. Or, le risque est qu'une application trop rigoureuse de la célérité conduise à des publications précipitées, insuffisamment élaborées. Pour éviter de se voir reprocher un retard, les émetteurs et leurs dirigeants seront désormais tentés d'arbitrer avec le risque de créer une réaction erratique et violente d'un marché perturbé par une communication qui sera plus spontanée, voire plus réactive, et donc nécessairement parcellaire.

Pourtant, il nous semble que les sociétés doivent pouvoir disposer du temps nécessaire, dans la confidentialité la plus absolue, pour vérifier et diffuser une information privilégiée en permettant au marché d'en comprendre la portée, notamment s'il s'agit d'une mauvaise nouvelle comme une alerte aux résultats, en informant, par exemple, sur les mesures correctrices envisagées.

Cette application pragmatique, que la réglementation permet, servira mieux l'intérêt des investisseurs qu'une information diffusée « à la volée » avec pour priorité d'échapper à la sévérité d'une procédure de sanction. ■