



CADRE ET PRATIQUES DE COMMUNICATION FINANCIÈRE

MISE À JOUR JUILLET 2025

BREDIN PRAT

 **cliff**
Investor Relations

**pwc**

Sommaire

Mot de Marie-Anne Barbat-Layani, Présidente de l'AMF	2
Mot de Alexandra Boucheron, Présidente du Cliff, Directrice des Relations Investisseurs et de la Communication Financière de Thales	4
1. Objectifs et interlocuteurs	5
1.1 Objectifs de la communication financière et extra-financière	6
1.2 Autorités de régulation	7
1.3 Cibles de la communication financière et extra-financière	10
2. Principes Généraux	17
2.1 Notions d'information périodique, d'information permanente et d'information réglementée	18
2.2 Égalité d'information entre les investisseurs	22
2.3 Homogénéité de l'information	23
2.4 Information exacte, précise et sincère	24
2.5 Obligation de communiquer au marché les « informations privilégiées »	25
2.6 Diffusion effective et intégrale	32
2.7 Archivage	34
2.8 Langue	36
3. Cadre réglementaire et pratiques associées	39
3.1 Calendrier	40
3.2 Organisation dans l'entreprise	42
3.3 Publications périodiques	46
3.4 Information permanente	87
3.5 Document d'enregistrement universel	93
3.6 Assemblée générale	101
3.7 Opérations de fusions-acquisitions	111
3.8 Opérations financières	122
4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations	133
4.1 Marketing financier et ciblage	134
4.2 Relations avec les analystes et les investisseurs institutionnels	137
4.3 Relations avec les actionnaires individuels	142
4.4 Communication financière et numérique	144
4.5 Coordination des contenus et des messages	146
4.6 Remontée de la perception du marché dans l'entreprise	147

CADRE ET PRATIQUES DE COMMUNICATION FINANCIÈRE

MISE À JOUR JUILLET 2025

Dans quel contexte s'inscrit ce guide ?

La communication financière des émetteurs est un élément clé de la transparence du marché et constitue une condition essentielle de la confiance des investisseurs, de la crédibilité et de la qualité d'une place financière dans son ensemble. Le cadre de la communication financière – et désormais extra-financière – évolue chaque année et la réglementation européenne et nationale est marquée par une grande hétérogénéité : des règles très précises encadrent en effet certains aspects quand d'autres aspects sont régis par l'application de grands principes appréciés sous la responsabilité de l'émetteur.

Qui réalise ce guide ?

Trois partenaires complémentaires : le cabinet d'avocats Bredin Prat, spécialiste entre autres des questions de droit boursier ; le Cliff, l'association française des professionnels de la communication financière ; et PwC, cabinet de conseil, d'audit et d'expertise juridique et fiscale.

Quel est le contenu de ce guide ?

L'idée générale ayant présidé à l'élaboration de ce guide, édité pour la première fois en 2008 et actualisé chaque année, est de définir le niveau d'information qui doit être communiqué dans le respect de la réglementation, et afin de répondre au mieux aux attentes du marché. Le guide ambitionne de répondre de façon pertinente et concrète aux interrogations de tous ses utilisateurs au quotidien en leur fournissant les réponses essentielles.

Ce guide présente les grands principes et la réglementation dans le cadre desquels s'inscrit la communication financière, et répertorie l'évolution des pratiques, dans le sillage de cette réglementation et face aux exigences croissantes des marchés financiers et, plus généralement, des parties prenantes.

À qui s'adresse ce guide ?

Ce guide a été conçu comme un outil didactique à destination des divers intervenants de la communication financière, dirigeants, responsables des relations avec les investisseurs chez les émetteurs, mais aussi tous les acteurs et intervenants des marchés financiers. Il vise à les aider à prendre, en toute connaissance de cause, les décisions qui s'imposent en matière de communication financière. Ses évolutions au cours des années ont intégré l'élargissement des responsabilités et l'évolution des fonctions au sein des équipes dédiées chez les émetteurs.

Comment utiliser ce guide ?

Une personne novice pourra le parcourir dans sa totalité ; une personne experte y trouvera rapidement les actualisations annuelles, surlignées dans les textes ; une personne souhaitant actualiser ou enrichir ses connaissances sur un sujet spécifique pourra le trouver facilement *via* les sommaires.

Le mot de...

Marie-Anne Barbat-Layani,

Présidente de l'Autorité des marchés financiers

Depuis plusieurs années, le guide « Cadre et Pratiques de Communication Financière » constitue un outil de référence précieux pour les sociétés cotées et leurs interlocuteurs financiers. Ce guide, complémentaire à ceux publiés par l'AMF, est enrichi et actualisé chaque année. Conjuguant cadre réglementaire et recommandations pratiques, il accompagne les acteurs dans une communication financière de qualité, adaptée aux attentes du marché et aux évolutions réglementaires. Il contribue ainsi au renforcement de la confiance des marchés.

L'édition 2025 intervient dans un contexte marqué par des évolutions réglementaires majeures, notamment en matière de finance durable et de mesures visant à favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux.

Tout d'abord, l'entrée en application de la directive CSRD sur la publication d'informations en matière de durabilité intervient dans un contexte particulier, et engage les sociétés cotées dans une démarche structurée de publication de ces informations. L'AMF souhaite saluer les efforts importants déjà entrepris par les émetteurs pour mettre en œuvre ces nouvelles exigences, souvent complexes et techniques. L'exercice de double matérialité, l'organisation de la collecte de données fiables sur le périmètre de reporting et la présentation structurée de celles-ci représentent des défis réels, auxquels les entreprises font face avec engagement.

Consciente de cela, l'AMF appliquera la réglementation en vigueur avec la compréhension et le pragmatisme nécessaires, dans un contexte marqué par la révision en cours de ce texte à des fins de simplification, alors même qu'il vient d'entrer en vigueur et n'a pas été transposé dans tous les pays européens. Pour l'avenir, elle soutient activement les travaux européens de simplification et d'allègement du cadre de *reporting* de durabilité, visant à renforcer la lisibilité et la proportionnalité des exigences. L'objectif reste inchangé : permettre une meilleure transparence des impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance, au service d'une finance responsable et d'une information utile pour les investisseurs.

En parallèle, le *Listing Act*, entré en vigueur en décembre 2024, introduit progressivement plusieurs mesures concrètes destinées à faciliter l'accès des entreprises aux marchés de capitaux. Ces allègements, rappelés par l'AMF dans sa communication du 3 décembre 2024 ⁽¹⁾, sont les bienvenus pour dynamiser les marchés européens. Ils impliquent en contrepartie une attention accrue des émetteurs quant à la qualité de l'information communiquée au marché.

Sur le volet Prospectus, les simplifications issues du *Listing Act* sont importantes : la structure du prospectus est revue pour une meilleure lisibilité, avec une focalisation sur les informations réellement pertinentes pour les investisseurs ; une dispense de prospectus est désormais possible pour certaines émissions secondaires de titres fongibles avec des titres déjà admis depuis plus de 18 mois. Ce nouveau cas de dispense implique le dépôt auprès de l'AMF et la publication d'un document d'information simplifié, dont le contenu normé, mais il ne dispense pas les émetteurs d'être à jour de leurs obligations d'information permanente, en application de la réglementation Abus de marché (MAR). Autres allègements notables, le document d'enregistrement universel (DEU) peut désormais être publié sans approbation préalable de l'AMF dès la deuxième année de dépôt, et des formats allégés de prospectus seront bientôt possibles dans des cas ciblés, en particulier pour les émissions secondaires.

Également, le *Listing Act* initie un processus de révision progressive de la réglementation MAR. Celui-ci comporte des allègements, comme la fin de l'exigence de publication du détail des rachats d'actions, et une clarification prochaine de certaines obligations, comme par exemple celles relatives au moment de la publication de l'information privilégiée pour les processus dits « à étapes », afin de renforcer la sécurité juridique des émetteurs tout en préservant l'intégrité des marchés.

Sur cette même réglementation, l'ESMA a publié en mai 2024 un communiqué sur les *pre-close calls* ⁽²⁾, rappelant les principes applicables à ces échanges avec le marché. L'ESMA insiste sur la nécessité d'une vigilance accrue pour que ces temps de communication, organisés à l'approche des clôtures comptables, ne comportent pas d'informations privilégiées et fassent l'objet d'une information auprès du public. L'AMF appelle les sociétés à intégrer ces recommandations de l'ESMA dans leurs pratiques afin de garantir l'équité d'accès à l'information.

(1) [Le Listing Act : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens.](#)

(2) [ESMA reminds on rules for sharing information during pre-close calls.](#)

Enfin, l'AMF souligne plusieurs autres mesures clés adoptées en 2024 pour développer l'attractivité de la place de Paris. La loi du 13 juin 2024 dite « loi Holroyd » renforce le financement des entreprises et l'attractivité de la France en alignant notre droit boursier sur les meilleurs standards, notamment en permettant aux sociétés de se doter d'actions à droits de vote multiples lors de leur introduction en bourse. Par ailleurs, l'AMF a modifié son règlement général afin de rendre désormais optionnelle la tranche « *retail* » pour ces opérations de marché, ce qui en facilite l'exécution ⁽¹⁾.

Dans cet environnement en mouvement, ce guide 2025 offre des repères concrets pour les sociétés cotées en matière d'appropriation de la réglementation, de transparence et de dialogue avec leurs interlocuteurs. L'AMF poursuivra son rôle d'accompagnement, dans un esprit d'écoute et de pédagogie, au service d'une communication financière exemplaire, essentielle à la confiance des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.

(1) Modification du règlement général de l'AMF en vue de rendre optionnelle la tranche « *retail* » dans les introductions en bourse.

Le mot de...

Alexandra Boucheron,

Présidente du Cliff, Directrice des Relations Investisseurs
et de la Communication Financière de Thales

Plus que jamais, la communication auprès des investisseurs s'est trouvée prise en 2024 dans le tourbillon des événements. Outre l'impact qu'elles ont eu sur les échanges mondiaux, les orientations de l'administration américaine arrivée au pouvoir l'an dernier ont notamment ouvert une nouvelle ère pour le domaine extra-financier, qui est désormais sous pression dans le monde entier.

En dépit de ce contexte, en Europe, la Directive CSRD ⁽¹⁾ fait son chemin avec pour ambition de hisser le reporting extra-financier au même niveau que le reporting financier. Entrée en vigueur en 2024, elle concerne d'ores et déjà de nombreuses sociétés dans lesquelles la DPEF ⁽²⁾ a cédé la place aux premiers rapports de durabilité et à leurs rapports de certification.

L'application de cette Directive fait d'ailleurs partie des priorités de supervision de l'AMF pour 2025, aux côtés d'enjeux tels que les risques économiques et l'attractivité de la cote. Rappelons que cette dernière avait déjà insisté, dans ses orientations stratégiques 2023-2027, sur la nécessité d'améliorer l'intelligibilité et l'exhaustivité de l'information financière et extra-financière. Cela implique de nombreuses contraintes pour les émetteurs, mais leur offre aussi l'opportunité de faire évoluer leur stratégie, leur *business model* et leurs organisations.

À côté de cela, nous voyons se dessiner une remarquable dynamique de simplification. En témoignent notamment le *Listing Act*, le futur assouplissement du règlement Abus de Marché, la directive Omnibus, ou encore la directive *Stop the Clock*... Tous annoncent des

allègements bienvenus, qu'il s'agisse de limiter les obligations de publication, de simplifier les formats ou de repousser certains calendriers d'application.

Pour les professionnels des relations investisseurs, ces évolutions composent un paysage à double facette. D'un côté, cette ambition de simplification pourrait, si elle se maintient dans le temps, accélérer certains processus et fluidifier les échanges avec nos parties prenantes. De l'autre, la transformation que représente la montée en puissance de l'information extra-financière poursuit son cours et elle implique un besoin accru de rigueur et d'expertise, ainsi qu'un approfondissement du contenu des échanges avec nos interlocuteurs des marchés financiers.

C'est dans ce contexte contrasté que s'inscrit la 18^e édition de notre Guide. Vous y retrouverez, comme chaque année, les recommandations de l'AMF et de l'ESMA pour l'arrêté des comptes, avec un accent particulier mis sur le climat, la connectivité, et les nouvelles normes IFRS 17 et 18. Le guide s'enrichit également de retours d'expérience d'émetteurs, de sanctions récentes et de pratiques concrètes.

Cette année encore, nous avons cherché à faire de ce guide un outil pratique et concret pour accompagner l'évolution de nos métiers et aider chacune et chacun de nous à progresser vers une information toujours plus intelligible, pertinente et transparente.

Je vous en souhaite une bonne lecture.

(1) *Corporate Sustainability Reporting Directive*

(2) Déclaration de performance extra-financière

1.

Objectifs et interlocuteurs

1.1 Objectifs de la communication financière et extra-financière	6	1.3 Cibles de la communication financière et extra-financière	10
1.2 Autorités de régulation	7	1.3.1 <i>Sell-side</i> : analystes et forces de vente	10
1.2.1 AMF	7	1.3.2 <i>Buy-side</i> : analystes, gérants et Investisseurs institutionnels	11
1.2.2 ESMA	8	1.3.3 Actionnaires activistes	12
		1.3.4 Fonds passifs	13
		1.3.5 Analystes crédit et agences de notation	13
		1.3.6 Analystes et agences de notation ESG	14
		1.3.7 Actionnaires individuels et associations représentatives	14
		1.3.8 Actionnaires salariés	15
		1.3.9 Autres parties prenantes	16

Les nouveautés sont identifiées par un texte surligné

1. Objectifs et interlocuteurs

OBJECTIFS DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

1.1 OBJECTIFS DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

Afin d'informer au mieux les investisseurs, la communication financière et extra-financière est régie par de grands principes et soumise à un cadre réglementaire très strict. Elle reflète également la volonté des dirigeants d'une entreprise cotée de communiquer régulièrement, en toute transparence, avec les différents acteurs des marchés financiers.

Pour ce faire, la Direction générale s'appuie le plus souvent sur une équipe interne dédiée : l'*Investor Relations*, responsable des Relations Investisseurs, va s'adresser au nom de l'entreprise à la communauté financière (voir ci-après les différentes cibles : page 10, 1.3 « Cibles de la communication financière ») et mettre en place une politique de communication financière adaptée à chacun, dans le respect des principes d'égalité et d'homogénéité de traitement de l'information. Sa mission consiste à **créer une relation de confiance avec le marché, en étant une source d'information fiable et pertinente pour faciliter la prise de décision des investisseurs comme du management**. Dans un contexte d'exigence accrue, tant sur le plan

réglementaire que de la part des marchés, le rôle de l'*Investor Relations* est central dans la mise en œuvre des objectifs de l'entreprise en matière de communication financière. Il s'agit de :

- **faire en sorte**, dans ses relations avec l'extérieur, **que les acteurs de marché valorisent correctement l'entreprise** dans la durée, en expliquant sa stratégie, son *business model*, son écosystème et sa performance, tant financière qu'extra-financière, en assurant la cohérence entre ces deux éléments ;
- **être l'interlocuteur de référence entre les acteurs de marché et la société et son management**, apportant ainsi une grande valeur ajoutée par la remontée des informations utiles obtenues dans le marché ;
- **diffuser en interne la culture *Investor Relations***, particulièrement sur la gestion de l'information privilégiée et l'ensemble du cadre réglementaire ;
- **s'assurer de la cohérence** de toutes les formes de communication de l'entreprise.



1.2 AUTORITÉS DE RÉGULATION

1.2.1 AMF

L'Autorité des marchés financiers est l'autorité publique indépendante qui régule la place financière française, ses acteurs et les produits d'épargne qui y sont commercialisés.

Elle a été créée par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 et résulte de la fusion de la COB (Commission des opérations de Bourse), du CMF (Conseil des Marchés Financiers) et du CDGF (Conseil de discipline de la gestion financière).

L'AMF a pour mission de veiller :

- à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur instruments financiers et dans tout autre placement offert au public ;
- à l'information des investisseurs ;
- au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

L'AMF dispose d'un pouvoir réglementaire, de contrôle et de sanction ainsi que d'un pouvoir de décision individuelle.

L'AMF se mobilise également aux niveaux européen et international pour faire évoluer la réglementation.

Le Règlement général de l'AMF est un acte normatif de portée générale édicté par l'AMF et publié au *Journal officiel* de la République française après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie.

Le Règlement général de l'AMF fixe :

- les règles de fonctionnement de l'AMF (Livre I) ;
- les règles applicables aux émetteurs et à l'information financière (Livre II) ;
- les règles applicables aux prestataires (prestataires de service d'investissement, teneurs de comptes/conservateurs, compensateurs, etc.) (Livre III) ;
- les règles relatives aux produits d'épargne collective (Livre IV) ;
- les règles relatives aux infrastructures de marché (Livre V) ;
- les règles relatives aux émetteurs de jetons et prestataires de services sur actifs numériques (Livre VII).

Le Livre VI, relatif aux abus de marché, a été abrogé par l'entrée en vigueur du règlement sur les abus de marché, qui est d'application directe.

L'AMF publie différents textes de **doctrine** éclairant certaines interprétations des Règlements applicables ou favorise certaines bonnes pratiques à observer. Ces textes respectent une hiérarchie établie.

L'**instruction** constitue l'interprétation des dispositions du Règlement général de l'AMF et précise leurs modalités d'application ainsi que leurs conditions de mise en œuvre. Elle informe les acteurs de marché des procédures à suivre et des règles à appliquer ⁽¹⁾.

La **position** constitue une interprétation des dispositions législatives et réglementaires entrant dans le champ de compétences de l'AMF. Elle indique la manière dont l'AMF les applique à des cas individuels et est extériorisée dans un souci de transparence et de prévisibilité.

La **recommandation** est une invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition que l'AMF considère comme susceptible de faciliter la réalisation des objectifs, normes ou principes généraux relevant de son champ de compétences. Néanmoins, la recommandation n'exclut pas que d'autres comportements ou dispositions soient également compatibles avec ces normes ou ces principes généraux. Elle ne revêt donc pas de caractère impératif. Toutefois, le fait de se conformer à une recommandation contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation. Dans certains cas, les dispositions d'une recommandation peuvent, compte tenu des circonstances de l'espèce, constituer l'un des éléments d'appréciation pris en compte dans le traitement d'un cas individuel, par exemple une demande de visa ou d'agrément. Mais d'une manière générale, le non-respect d'une recommandation ne peut, en lui-même, caractériser une violation de la réglementation.

Notons que dans un arrêt du 9 juillet 2025 (Com., 9 juillet 2025, n° 23-15.492), la Cour de cassation a jugé qu'une position-recommandation de l'AMF n'a pas de force obligatoire. La méconnaissance de celle-ci ne peut, à elle seule, constituer une faute civile.

La **pratique de marché** admise par l'AMF, dont le champ ne concerne que les manipulations de marché, permet d'instaurer une présomption de légitimité à l'égard des acteurs de marché qui s'y conforment.

Au-delà de ces différents supports, l'AMF publie des communiqués qui peuvent constituer des instruments normatifs souples.

Pour exemple, les travaux de la Commission Climat et finance durable, chargée notamment de partager les bonnes pratiques en matière de communication et de transparence ainsi que de fournir des avis sur les projets de rapports ou guides de l'AMF en lien avec la finance durable, peuvent donner lieu à des publications reprises, le cas échéant, par l'AMF.

(1) Article L. 621-6, alinéa 2, du Code monétaire et financier.

1. Objectifs et interlocuteurs

AUTORITÉS DE RÉGULATION

L'AMF dispose également d'un pouvoir général de sanction, notamment prévu à l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, en vue de protéger les investisseurs et le bon fonctionnement du marché. La Commission des sanctions de l'AMF peut, par exemple, prononcer des sanctions à l'encontre des auteurs de « manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées [...], ou [de] tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés ou [de] tout autre manquement aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme », dès lors que ces manquements concernent un instrument financier ⁽¹⁾.

Par ailleurs, un manquement aux obligations contenues dans les règlements européens, et donc les règlements délégués ESRS, pourrait également faire l'objet d'une sanction par la Commission des sanctions de l'AMF ⁽²⁾.

Le 16 janvier 2025, l'AMF a publié son plan d'action et ses priorités de supervision pour l'année 2025 ⁽³⁾, celles intéressant particulièrement les émetteurs consistant à :

- poursuivre ses travaux sur l'attractivité de la cote en particulier, dans le cadre du déploiement du *Listing*

Act ⁽⁴⁾, en accompagnant les nouvelles dispositions en matière de recherche ;

- accompagner les émetteurs dans l'application des obligations de reporting découlant de la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) en adoptant une approche pragmatique ;
- la supervision et le contrôle de ces obligations, en veillant à la qualité de l'information donnée au marché.

Rappelons également que ses orientations stratégiques 2023-2027 mentionnent :

- la supervision sur l'identification des risques liés à l'environnement macroéconomique et financier,
- l'amélioration de l'intelligibilité et l'exhaustivité de l'information financière et extra-financière,
 - en accompagnant les émetteurs dans la mise en place des obligations de reporting (y compris extra-financières),
 - en procédant à leur supervision et à leur contrôle,
 - en veillant à la qualité de l'information donnée au marché dans un environnement réglementaire qui sera marqué par l'allègement du nombre et du contenu des prospectus avec l'entrée en vigueur du *Listing Act*,
 - en assurant la protection des actionnaires minoritaires.

1.2.2 ESMA

L'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) est le régulateur et le superviseur des marchés financiers au niveau européen. Elle travaille étroitement avec les autorités nationales des différents pays de l'Union européenne.

Elle a remplacé en 2011 le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR – *Committee of European Securities Regulators*).

L'ESMA a pour mission de renforcer la protection des investisseurs, de promouvoir l'ordre sur les marchés financiers et de préserver la stabilité financière.

Les instruments de doctrine qui peuvent être utilisés par l'ESMA sont en partie décrits à l'article 16 du règlement (UE) N° 1095/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010 :

- l'ESMA émet des orientations à l'intention de toutes les autorités compétentes ou de tous les acteurs des marchés financiers et émet des recommandations à l'intention d'une ou plusieurs autorités compétentes ou d'un ou plusieurs acteurs des marchés financiers ;
- l'ESMA peut, à la demande du Parlement européen, du Conseil ou de la Commission, ou de sa propre initiative, émettre des avis à l'intention du Parlement européen, du Conseil et de la Commission sur toutes les questions relatives à son domaine de compétence.

Enfin, des questions relatives à l'application ou à la mise en œuvre pratique des dispositions des actes législatifs visés à l'article 1^{er}, paragraphe 2, des actes délégués et d'exécution associés ainsi que des orientations et des recommandations adoptées en application de ces actes législatifs peuvent être soumises à l'Autorité par toute personne physique ou morale, y compris les autorités compétentes et les institutions et organes de l'Union, dans l'une des langues officielles de l'Union.

(1) Article L. 621-15, par renvoi à l'article L. 621-14, II du Code monétaire et financier.

(2) Article L. 621-15, II (g) du Code monétaire et financier.

(3) AMF, Priorités d'action et de supervision de l'AMF pour 2025, 16 janvier 2025.

(4) Règlement (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024 modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) no 596/2014 et (UE) no 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux.

Trois Directives européennes majeures sont à l'origine des textes qui régissent aujourd'hui la communication financière. Elles ont toutes trois été transposées en droit français par la loi Breton du 26 juillet 2005 et ont été révisées depuis :

- la **Directive Transparence** 2004/109/CE du 15 décembre 2004 a unifié les exigences d'information périodique et permanente des sociétés cotées sur les marchés réglementés européens en prévoyant principalement : des rapports financiers annuels et semestriels plus détaillés et comprenant une attestation des dirigeants ; une meilleure information sur les intérêts des principaux actionnaires ; une publication de l'information plus étendue (ensemble de l'Union) et plus rapide pour permettre un accès non discriminatoire en temps utile pour les investisseurs. Ces dispositions sont applicables depuis le 20 janvier 2007. La Directive Transparence révisée ((UE) 2022/2464) est entrée en vigueur le 5 janvier 2023 ⁽¹⁾ ;
- la **Directive Abus de Marché** 2003/6/CE du 28 janvier 2003 a instauré au niveau communautaire un régime

unique de lutte contre l'exploitation d'informations privilégiées relatives aux sociétés cotées, les opérations d'initiés, la manipulation de cours et la diffusion de fausse information. Les dispositions de la Directive Abus de marché ont notamment été transposées par le Règlement général de l'AMF (modifications par arrêté du 1^{er} septembre 2005). Les dispositions de la Directive Abus de marché ont été abrogées par l'entrée en vigueur le 3 juillet 2016 du **Règlement Abus de marché** ⁽²⁾, lequel a été modifié par le **Listing Act** entrant progressivement en vigueur jusqu'en juin 2026. La Directive relative aux abus de marché (Directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché) est entrée en vigueur le 2 juillet 2014 et a été transposée le 3 juillet 2016

- le Règlement (UE) 2017/1129 (UE) du 14 juin 2017 (« Règlement Prospectus 3 »), a abrogé la Directive Prospectus 2003/71/CE et a été complété par les Règlements délégués (UE) du 14 mars 2019.

(1) Transparence à l'exception de son article 4 qui s'applique à partir du 1^{er} janvier 2024 en ce qui concerne les exercices commençant le 1^{er} janvier 2024 ou après cette date.

(2) Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché)

1. Objectifs et interlocuteurs

CIBLES DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

1.3 CIBLES DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

1.3.1 **SELL-SIDE : ANALYSTES ET FORCES DE VENTE**

Les analystes financiers sont des personnes physiques ou morales qui exercent l'activité d'analyse financière telle que définie dans le rapport « Relancer la recherche après MIF 2 : constats, enjeux et recommandation » (1), publié par l'AMF.

De manière générale, l'activité d'analyse financière consiste à **exploiter et interpréter les données économiques et financières des sociétés cotées**, en vue de formuler et de diffuser à des clients un **jugement global sur leur situation actuelle et une opinion sur leur évolution prévisible sous forme d'objectifs de cours et de recommandations d'investissement**. L'analyste financier est dit *sell-side* s'il travaille pour une société d'intermédiation boursière et *buy-side* (voir *infra* page 11, 1.3.2 « *Buy-Side* : analystes, gérants et investisseurs institutionnels ») s'il est rattaché à une activité de gestion de portefeuille.

Depuis la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, cette activité est encadrée, en France, afin notamment de prévenir les abus de marché (articles 315-1 et suivants du Règlement général de l'AMF). La Directive Abus de marché de 2003 a également renforcé la réglementation applicable aux analystes financiers en édictant des règles destinées à assurer la présentation équitable des recommandations et en rendant obligatoire la mention des éventuels intérêts ou conflits d'intérêts avec l'émetteur.

Les analystes financiers *sell-side* travaillent **au sein de sociétés de Bourse** qui appartiennent fréquemment à des réseaux bancaires ou à des banques d'investissement. **Ils diffusent leurs études auprès de leurs clients investisseurs institutionnels**. Le fait de suivre ou non un émetteur dépend de plusieurs critères : taille de l'équipe d'analystes, stratégie du bureau de recherche, notamment en matière de couverture sectorielle et, le plus souvent, capitalisation boursière de la société cotée et sa liquidité.

Ces analyses, fondées sur des modèles de prévisions de résultats, sont assorties d'une valorisation de l'émetteur

concerné avec des objectifs de cours cibles et des recommandations d'achat, de vente ou de conservation des titres. Ces rapports constituent un support marketing sur la base duquel les forces de ventes des sociétés de Bourse proposent à leurs clients investisseurs institutionnels des stratégies d'investissement. Ces stratégies reprennent, en les résumant, les différentes propositions de l'analyste. Il est utile pour l'émetteur de maintenir un contact régulier avec ces forces de vente, dont la **capacité de conviction auprès de l'investisseur final** influe sur la valorisation du titre.

L'*Investor Relations* est le point de contact de l'analyste financier dans la société. Il doit s'assurer que celui-ci **comprend bien et intègre les fondamentaux** de l'industrie, l'environnement concurrentiel, la stratégie, les perspectives et les risques de la société ; il lui signale, le cas échéant, ses erreurs factuelles, tout en respectant scrupuleusement l'indépendance de son opinion.

Certains émetteurs publient un communiqué indiquant l'apparition d'une note d'analyse ou indiquant qu'un nouvel analyste a commencé à les suivre ; d'autres publient sur leur site Internet la liste des analystes couvrant la société.

Depuis les années 1990, le Cliff et la Société française des analystes financiers (SFAF) ont établi des recommandations, puis une **charte** commune, réactualisée en 2019, **sur les relations entre émetteurs et analystes**. Elle est fondée sur quatre principes fondamentaux : responsabilité, intégrité, qualité et égalité d'accès.

Au vu de la **réduction de la couverture des analystes financiers *sell-side*** depuis la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIFID 2), la Commission européenne a intégré le sujet dans sa consultation sur le *Listing Act*, évoquant notamment le développement de « l'analyse sponsorisée » (2).

(1) Rapport AMF – Relancer la recherche après MIF 2 : constats, enjeux et recommandation, J. Eli-Namer et T. Giami, janvier 2020, page 5.

(2) Commission européenne, *Targeted consultation on the Listing Act : making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*.

Le rapport « Relancer la recherche après MIF 2 : constats, enjeux et recommandation » commandé par l'AMF avait pu souligner que la réforme de MIFID 2 ⁽¹⁾ avait participé à « *affaiblir la demande de recherche* » ⁽²⁾. De son côté, l'ESMA observait simplement que les PME continuaient de pâtir d'un nombre plus faible d'études d'analystes financiers, d'une probabilité plus élevée que les grandes sociétés de ne plus être couvertes par des analyses, d'une qualité moindre des analyses les concernant et d'une liquidité limitée sur le marché secondaire. ⁽³⁾

La directive 2024/2811 ⁽⁴⁾, faisant partie intégrante du paquet **Listing Act** adopté en 2024, **modifie le cadre réglementaire applicable à la recherche *sell-side*** en vigueur depuis la transposition de MIFID 2 ⁽⁵⁾ :

- une entreprise d'investissement pourra de nouveau **facturer** de la recherche **conjointement** avec une prestation d'exécution d'ordres, à conditions de se conformer à des obligations de transparence vis-à-vis des clients finaux ⁽⁶⁾ ;
- la **recherche sponsorisée**, c'est-à-dire financée en tout ou partie par l'émetteur, bénéficiera d'un cadre dédié ⁽⁷⁾. En particulier, un code de conduite auquel devront se conformer les analystes est en cours d'élaboration par l'ESMA (il devrait à terme figurer dans un acte d'exécution ou un acte délégué de la Commission).

1.3.2 BUY-SIDE : ANALYSTES, GÉRANTS ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les analystes *buy-side* **travaillent pour le compte d'un investisseur institutionnel**. Les investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, etc.) ont vocation à gérer des actifs financiers. Ils investissent les fonds collectés auprès de leurs clients (particuliers, assurés, fonds de pension, autres fonds d'investissement, etc.) en instruments financiers (principalement actions et obligations), en immobilier et en matières premières, etc. La gestion de cette épargne peut être collective (fonds d'investissement, SICAV, fonds commun de placement, etc.).

Les recommandations des analystes *buy-side* sont exclusivement **destinées aux gérants de portefeuille de leur établissement**. Leurs processus d'analyses ne sont guère différents de ceux des analystes *sell-side*, dont ils utilisent les travaux pour compléter leur propre évaluation d'une société cotée. Les rencontres avec le management des émetteurs constituent pour eux une étape importante et sont souvent indispensables dans la prise de décision d'investissement. Dans certaines institutions, l'analyste financier cumule cette fonction avec celle de gestionnaire de portefeuille.

Les investisseurs peuvent être classés dans plusieurs catégories en fonction de leur **style de gestion** : croissance, valeur, croissance à un prix raisonnable (*Growth At Reasonable Price* – GARP), *momentum*, indice, *hedge*, ISR (Investissement Socialement Responsable) ou encore *event driven*. Il convient de remarquer que cette typologie s'applique aux différents fonds qui peuvent cohabiter au sein d'une même institution financière.

Le temps consacré par le management à rencontrer les *buy-side* dépend du profil de ces investisseurs : taille, intérêt pour la société, horizon de temps, etc. Il est important de rencontrer directement des gérants décisionnaires avec lesquels le dialogue porte le plus souvent sur la stratégie de l'entreprise.

Bien que les analystes et les investisseurs, auxquels s'adresse principalement l'*Investor Relations*, aient des centres d'intérêt différents, l'approche et la conduite à tenir vis-à-vis de ces interlocuteurs sont très similaires. De façon générale, lors de ces entretiens, l'*Investor Relations* commentera des informations précédemment publiées et veillera à ne pas communiquer d'élément nouveau, *de facto* non connu du grand public et en particulier celui susceptible d'avoir un impact sur le cours de Bourse (voir page 25, 2.5.1 « Qualifier l'information privilégiée »).

(1) Entrée en vigueur le 3 janvier 2018, la Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers dite « MiFID 2 » – acronyme de *Markets in Financial Instruments Directive* – constitue une réforme majeure, complexe et profonde des marchés financiers européens.

(2) Rapport AMF – Relancer la recherche après MIF 2 : constats, enjeux et recommandation, J. Eli-Namer et T. Giami, janvier 2020, page 6.

(3) ESMA working paper, *MiFID II research unbundling: assessing the impact on SMEs*, n°3, 2021: "SMEs continue to be characterised by lower amount of analyst research, higher probability of losing coverage, worse quality of research and limited secondary market liquidity".

(4) Directive (UE) 2024/2811 du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE.

(5) À compter du 6 juin 2026 (et sous réserve de transposition en droit français).

(6) MIFID 2, art. 9 bis alinéa 1 tel que modifié par le *Listing Act*.

(7) MIFID 2, art. 24 tel que modifié par le *Listing Act*.

1. Objectifs et interlocuteurs

CIBLES DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

1.3.3 ACTIONNAIRES ACTIVISTES

Une attention toute particulière doit être portée aux actionnaires de la société et notamment à ceux dont **la démarche consiste à s’engager dans une approche active auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent, en vue de leur exposer leur vision concernant par exemple une nouvelle stratégie ou gouvernance** plus à même, selon eux, de créer de la valeur.

L’*Investor Relations* doit, lorsque c’est possible, identifier tout mouvement boursier laissant supposer qu’un activiste est en train d’acquérir des participations, qu’il s’agisse d’informations de marché ou tout autre signal de leur activité. À noter que les journées boursières de forts volumes liées à des événements macro-économiques ou à des rééquilibrages d’indices peuvent servir aux actionnaires activistes afin de prendre des participations sans être trop visibles. L’*Investor Relations* doit en alerter le management, qui décidera de l’opportunité de les rencontrer dans une optique d’écoute et d’échange.

L’année 2019 avait donné lieu en France à des débats sans précédent sur le comportement des actionnaires activistes et la nécessité de mieux encadrer ces pratiques. C’est dans ce contexte que **l’AMF a formulé des propositions** destinées à améliorer le bon fonctionnement et la transparence des marchés, mais également à accroître ses capacités de réaction dans le cadre de campagnes activistes ⁽¹⁾ :

- améliorer **l’information sur la montée au capital** et la connaissance de l’actionnariat en abaissant le premier seuil légal de déclaration (à 3 %) et en rendant publiques les déclarations faites à la société sur le franchissement des seuils fixés dans ses statuts ;
- assurer une meilleure information au marché sur **l’exposition économique des investisseurs** en complétant les déclarations de positions courtes par une information sur les instruments de dette également détenus (obligations, *credit defaults swaps*, par exemple) ;
- promouvoir un **dialogue ouvert et loyal entre les sociétés cotées et leurs actionnaires** pour prévenir les excès des campagnes activistes et, le cas échéant, réduire leur effet potentiellement déstabilisateur ;
- accroître **les capacités d’analyse et de réaction de l’AMF** afin de lui permettre d’apporter des réponses rapides et adaptées lorsque les circonstances l’exigent : *via*, par exemple, l’instauration d’un pouvoir d’astreinte en matière d’injonction administrative et d’une faculté d’ordonner à tout investisseur, et non plus seulement à un émetteur, de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires en cas d’inexactitude ou d’omission dans ses déclarations publiques.

À la suite de ces propositions, l’AMF a consulté ses Commissions consultatives et a publié en mars 2021 plusieurs évolutions de sa doctrine ⁽²⁾ :

- le Guide de l’information permanente et de la gestion de l’information privilégiée a été modifié : il précise qu’**un émetteur ne peut être privé de la possibilité de réponse** en cas d’attaques ou déclarations d’actionnaires activistes le mettant en cause intervenant en *quiet period* (voir page 43, 3.2.2.4 « *Quiet period* et période d’“embargo” ») ;
- il est demandé 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 (*white paper*). Une bonne pratique consiste en ce que cet investisseur rende publiques ces informations 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 ;
- il est recommandé aux gérants de fonds de **rapatrier**, à l’occasion des Assemblées générales, **les titres qu’ils ont prêtés** et d’exercer les droits de vote y afférents ;
- **en période d’offre publique** ainsi qu’en période de pré-offre, 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, à leurs dirigeants, leurs mandataires et leurs conseils, de faire preuve d’une vigilance particulière dans leurs déclarations ;
- une section dédiée au **dialogue entre actionnaires et émetteurs**, en insistant sur le **caractère permanent** d’un tel dialogue, a été insérée dans le Guide de l’information permanente et de la gestion de l’information privilégiée (voir également page 103, 3.6.2.2 « Dialogue actionnarial »). Le guide de Paris Europlace relatif au dialogue entre actionnaires recommande aux sociétés cotées d’établir un dialogue constructif avec les actionnaires activistes ⁽³⁾.

Ces modifications ont été intégrées à la position-recommandation AMF n° DOC-2016-08 (Guide de l’information permanente et de la gestion de l’information privilégiée) et à la recommandation AMF n° DOC-2012-05 (Les Assemblées générales d’actionnaires des sociétés cotées).

(1) Notamment communication de l’AMF sur l’activisme actionnarial, avril 2020.

(2) AMF – Activisme actionnarial : l’AMF fait évoluer sa doctrine, 17 mars 2021.

(3) Paris Europlace, Guide du dialogue actionnarial, juin 2024.

Le comportement actif des actionnaires est notamment constaté ces dernières années au cours des assemblées générales dans le cadre desquelles certains tentent de demander l'**insertion de nouvelles résolutions à l'ordre du jour** sur des thématiques plus diverses que celles traitées par l'assemblée générale (nomination des administrateurs, approbation des comptes, niveau de dividendes...). Outre le développement (aujourd'hui plus limité) des résolutions actionnariales « *Say-on-climate* », des actionnaires ont, par exemple, pu déposer une

résolution tendant à ce que le Conseil d'administration adopte une mode de gouvernance dissocié (séparation des fonctions de directeur général et président du conseil) ; le Conseil d'administration en question a néanmoins refusé d'inscrire la résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale, le juge des référés du Tribunal de commerce de Nanterre ayant par la suite écarté les demandes des actionnaires d'enjoindre le Conseil à soumettre cette résolution ⁽¹⁾.

1.3.4 FONDS PASSIFS

Les fonds passifs (dont les **fonds indiciels** – ETF) qui tentent de répliquer la performance d'un indice et de dégager le même rendement sont moins exigeants en termes de rencontres avec le management puisque leur politique d'allocation de fonds n'est pas véritablement axée sur la stratégie de l'entreprise, mais plutôt sur une **vision macro-économique avec une approche top down**. Toutefois, ces fonds sont particulièrement vigilants sur la gouvernance de l'entreprise, qui constitue pour eux un critère de sélection important, notamment par la mise en œuvre de politiques de suivi des controverses.

Les administrateurs d'indices sont tenus de respecter des règles qui couvrent la gouvernance, l'encadrement des risques de conflits d'intérêts, la mise en place d'un dispositif de contrôle, la transparence de l'indice de référence auprès des utilisateurs et des investisseurs ou encore la mise en place d'un Code de conduite pour les contributeurs ⁽²⁾.

Ils s'appuient également sur l'information financière et extra financière pour constituer leurs indices. On peut particulièrement noter l'existence d'indices dits « transition climatique » et « accord de Paris » ⁽³⁾.

La participation moyenne des fonds passifs dans les sociétés du CAC 40 est estimée à 7,2% lors de la dernière revue Euronext parue en 2025 ⁽⁴⁾.

1.3.5 ANALYSTES CRÉDIT ET AGENCES DE NOTATION

Les analystes crédit ont pour vocation d'évaluer la santé financière sous l'angle des instruments de dette émis par l'entreprise. En complément des ratios habituels de performances économiques et financières (auxquels ils peuvent faire des ajustements spécifiques), ils s'attachent à **analyser la solvabilité de l'émetteur** au regard de l'équilibre de son bilan, de la génération de *free cash-flow*, de la structure de son endettement (exposition au risque de taux de change, échéancier des remboursements, coût de l'endettement), de l'existence et de la nature des clauses de sauvegarde (*covenant*).

Les agences pour lesquelles ils travaillent sont indépendantes. La notation est établie selon un barème propre à chaque agence. Les principales agences de notation telles que Fitch Ratings, Moody's et Standard & Poor's sont internationales. Elles sont rémunérées par les sociétés cotées dans le cas d'une notation sollicitée.

Le Règlement (UE) n° 462/2013 du 21 mai 2013 sur les agences de notation de crédit ⁽⁵⁾, a été adopté afin d'encadrer l'activité des agences de notation et organiser

leur supervision, notamment en réduisant la dépendance des régulateurs nationaux et des investisseurs à l'égard de la notation, en luttant contre les conflits d'intérêts, en stimulant la concurrence entre les agences et en instaurant de nouvelles règles spécifiques à la notation des dettes souveraines.

L'*Investor Relations*, en relation avec le trésorier de l'entreprise, s'assure de la **cohérence des messages diffusés auprès des analystes crédit**. Des réunions de présentation ou des *roadshows* peuvent être spécialement organisés à l'intention de cette catégorie d'analystes, notamment à l'occasion d'opérations financières (emprunts obligataires, placements privés, etc.).

La notation fait l'objet d'une **publication périodique, par voie de communiqué de presse**, à l'initiative de l'agence de notation lors de la publication de résultats ou de tout événement qui pourrait entraîner une modification de la situation financière de l'émetteur.

(1) T. com. Nanterre, 23 mai 2024, aff. n° 2024R00551.

(2) AMF – S'informer sur le Règlement *Benchmark*, mars 2024.

(3) Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le Règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence transition climatique de l'Union, les indices de référence accord de Paris de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence.

(4) *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders?* Nicolas Rivard, *Head of Advanced Data Services 2024 Euronext Annual Conference*.

(5) Règlement (UE) n° 462/2013 du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

1. Objectifs et interlocuteurs

CIBLES DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

Cette notation a un **impact sur son coût de financement**, qui reflète l'appréciation du risque par les marchés.

Afin que les agences puissent établir leur notation, l'émetteur met à leur disposition des données, notamment

prospectives. À ce titre, **elles peuvent être détentrices d'informations confidentielles**. Aussi soumettent-elles à l'émetteur leur publication, généralement 24 heures avant diffusion, afin de lui faire vérifier qu'aucune information privilégiée n'est mentionnée.

1.3.6 ANALYSTES ET AGENCES DE NOTATION ESG

Au-delà de critères de performances strictement financières, les analystes « ISR » (Investissement Socialement Responsable) ou ESG (Environnement Social Gouvernance) incluent dans leur recherche des considérations éthiques, sociales ou environnementales et centrent leur analyse sur des questions telles que la gouvernance, la gestion des ressources humaines, la protection de l'environnement ou le respect des droits de l'homme.

Les fonds ainsi gérés s'appuient notamment sur les informations publiées par les émetteurs au titre des informations sociales, environnementales et sociétales (1).

Afin de fournir des informations adaptées aux attentes de ce public, dans leur format et dans leur contenu, la communication financière travaille depuis de nombreuses années avec les responsables des ressources humaines et de la responsabilité sociale, sociétale et environnementale de l'entreprise (RSE). Des processus spécifiques de remontée d'information ont été mis en place en interne, en parallèle des systèmes d'information financière, selon une organisation propre à chaque société. Ces critères sont intégrés à la communication financière en France depuis la loi NRE de 2001 ; ils sont plus détaillés encore depuis la publication des comptes 2024 et l'entrée en vigueur de la CSRD (voir page 71, 3.3.9.1 « Le reporting

extra-financier »). Ils sont également désormais intégrés par les investisseurs pratiquant une gestion classique de portefeuille.

L'intérêt croissant porté au thème de la responsabilité sociétale a vu apparaître de **nouveaux acteurs**, au nombre desquels figurent les **agences de notation** spécialisées et la constitution d'indices boursiers dédiés à l'Investissement Socialement Responsable (MSCI et S&P Global Rating par exemple).

Les agences ont pour clients des investisseurs institutionnels, dont tout ou partie des critères d'investissement reposent sur cette thématique, et des émetteurs qui souhaitent intégrer cette dimension supplémentaire dans leur communication.

Le 27 novembre 2024, l'Union européenne a adopté un règlement sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) (2). Applicable à compter du 2 juillet 2026, elle vise à organiser la supervision des agences de notation ESG et la transparence des méthodologies de notation utilisées, ainsi qu'à instaurer des règles de prévention des conflits d'intérêts. Notons que l'AMF avait déjà, par le passé, indiqué être favorable à l'instauration d'une réglementation applicable à ces acteurs (3).

1.3.7 ACTIONNAIRES INDIVIDUELS ET ASSOCIATIONS REPRÉSENTATIVES

Le développement et la fidélisation d'un actionariat individuel significatif, souvent réputé plus stable que l'actionariat institutionnel, peuvent faire partie de la **stratégie actionariale de la société**. Sa communication reflétera alors cette orientation. L'AMF a publié en novembre 2015 une étude sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels : elle présente les cadres et outils de la communication financière ainsi qu'un panorama des pratiques existantes (4). L'AMF y rappelle également les bonnes pratiques en la matière.

Obéissant aux mêmes obligations et objectifs que ceux prévalant pour les relations avec les investisseurs institutionnels, la communication financière prendra en compte les **spécificités** des actionnaires individuels : différence des canaux d'accès à l'information, besoin accru de pédagogie dans les messages sur les métiers de l'entreprise et ses orientations stratégiques, et supports de diffusion personnalisés.

(1) En application des articles L. 225-102-1, L. 22-10-36, R. 225-105 et R. 225-105-1 du Code de commerce.

(2) Règlement (UE) 2024/3005 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2024 sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), et modifiant les règlements (UE) 2019/2088 et (UE) 2023/2859

(3) AMF, Communiqué du 2 juin 2022, "L'AMF renouvelle son appel à la mise en place d'une réglementation des fournisseurs de données, notations et services ESG".

(4) AMF, Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels, 25 novembre 2015.

L'AMF recommande ⁽¹⁾ que les documents ou les rubriques spécialisés du site Internet des émetteurs (i) mentionnent un renvoi clair et lisible vers la présentation de leurs facteurs de risques, (ii) expliquent la stratégie de l'entreprise de façon pédagogique et équilibrée, notamment sur les enjeux d'avenir et comment leur stratégie permet de répondre à ces enjeux et (iii) rappellent systématiquement l'existence de leur document d'enregistrement universel (ou rapport financier annuel) en précisant où il est consultable et en attirant l'attention sur les facteurs de risque qui y sont mentionnés.

Selon la nature des activités de l'émetteur, celui-ci associera, à bon escient, **communication financière et communication institutionnelle** dans le cas de produits et services destinés au grand public. En outre, toute volonté de développement et d'entretien d'un

actionnariat individuel significatif peut impliquer une adaptation de sa politique financière (par exemple, acomptes sur dividendes, division du nominal ⁽²⁾ du titre pour le rendre plus accessible, etc.).

Quelques **associations** représentent les actionnaires individuels ou les clubs d'investissement. Certaines se fixent pour objectif de défendre le cas des minoritaires, principalement dans le cas d'opérations financières. Les émetteurs peuvent utilement entretenir le dialogue avec ces associations et notamment les rencontrer dans le cadre de la préparation de leurs Assemblées générales afin de mieux identifier leurs attentes.

Notons que l'AMF a également formulé des recommandations quant à la communication des réseaux sociaux par les émetteurs (voir page 145, 4.4.3 « Réseaux sociaux »).

1.3.8 ACTIONNAIRES SALARIÉS

Tout comme la communication destinée aux actionnaires individuels, la communication visant à informer les actionnaires salariés doit présenter un caractère **pédagogique**.

Elle obéit aux mêmes obligations légales, notamment en termes d'égalité d'information.

Elle se fonde sur un certain nombre de supports. Il peut s'agir d'un **intranet dédié** à l'actionnariat salarié, d'une lettre spécifique ou d'une rubrique « Actionnariat » dans les journaux internes ou *webzines* notamment.

Le contenu de ces supports peut consister en la présentation d'indicateurs de performance corrélés à la stratégie, d'informations spécifiques à l'actionnariat salarié (pourcentage détenu, répartition géographique), d'informations relatives à la vie du titre (annonce des résultats, événement, commentaire sur l'évolution du cours, dividende) et à ses différents modes de détention (PEE, nominatif pur ou administré ⁽³⁾, au porteur).

La loi a précisé les modalités du calcul de la proportion du capital détenu par les salariés ⁽⁴⁾.

(1) Recommandation AMF n° 2015-09 – Communication des sociétés destinée à faire la promotion de leur titre auprès d'investisseurs individuels.

(2) La valeur nominale d'une action est la quote-part du capital social représentée par cette action.

(3) Titre inscrit à un compte ouvert au nom de son propriétaire et tenu par la société émettrice. Dans le cadre du « nominatif pur », la totalité du service titres est prise en charge par l'entreprise. Le « nominatif administré » signifie que la gestion du compte titres de la société est confiée à un intermédiaire financier.

(4) Cf. loi n° 2015-990 du 6 août 2015 modifiant l'article L. 225-102 du Code de commerce. Sont désormais prises en compte dans ce calcul les actions cessibles (l'ancienne condition d'incessibilité des actions a été supprimée) et les actions attribuées gratuitement aux salariés en vertu d'une autorisation d'Assemblée tenue après le 7 août 2015.

1. Objectifs et interlocuteurs

CIBLES DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ET EXTRA-FINANCIÈRE

1.3.9 AUTRES PARTIES PRENANTES

1.3.9.1 Instances représentatives du personnel

La loi oblige l'émetteur qui dispose d'un Comité social et économique (CSE) ou d'un Comité de groupe à informer ces derniers de l'activité et de la situation de l'entreprise selon une périodicité annuelle ou trimestrielle. Cette information peut aller au-delà de l'information réglementée relative aux résultats. Ce Comité étant informé et consulté sur les modifications de l'organisation économique ou juridique de l'entreprise, notamment préalablement à certaines opérations telles que des acquisitions ou cessions de filiales ou d'actifs, il convient de **sensibiliser ses membres aux risques encourus en cas de divulgation d'informations sensibles non publiques** (voir page 26, 2.5.2 « Communiquer dès que possible »).

Notons également que la loi dite « Climat » a élargi les attributions consultatives du CSE, qui doit désormais prendre en compte les **conséquences environnementales** dans les décisions concernant la gestion et l'évolution économique et financière de l'entreprise, l'organisation du travail, la formation professionnelle et les techniques de production, pour assurer l'expression collective des salariés ⁽¹⁾. Lorsque la société est soumise à l'obligation de publier un rapport de durabilité, conformément à la CSRD, le CSE doit être consulté dans le cadre de l'élaboration de l'information en matière de durabilité ⁽²⁾.

Ainsi, le CSE doit être informé et consulté sur les conséquences environnementales des mesures relatives à l'organisation, à la gestion et à la marche générale de l'entreprise, ⁽³⁾ et de façon périodique sur les conséquences environnementales de l'activité de l'entreprise ⁽⁴⁾. Il pourra être opportun d'indiquer comment ces obligations ont été mises en œuvre par la société.

1.3.9.2 Diverses parties prenantes

D'autres parties prenantes, en particulier des **associations** ou des **collectivités territoriales**, peuvent être intéressées par l'information financière et l'information en matière de durabilité.

Les personnes pouvant être intéressées sont essentiellement celles qui peuvent influencer sur l'entreprise ou sur lesquelles l'entreprise peut influencer. Elles peuvent se regrouper en deux groupes :

- comme le suggèrent les normes européennes de reporting en matière de durabilité (ESRS) ⁽⁵⁾ : les **individus** ou les **groupes** sur les intérêts desquels **influent ou pourraient influencer** – positivement ou négativement – **les activités de l'entreprise et ses relations d'affaires** directes ou indirectes dans sa chaîne de valeur ; et
- **les utilisateurs des déclarations relatives à la durabilité** : les principaux utilisateurs des informations financières à usage général (investisseurs existants et potentiels, prêteurs et autres créanciers, y compris les gestionnaires d'actifs, les établissements de crédit ou les entreprises d'assurance) ainsi que les autres utilisateurs (partenaires commerciaux de l'entreprise, syndicats et partenaires sociaux, organisations de la société civile et organisations non gouvernementales, pouvoirs publics, analystes et universitaires).

Notons que le paquet dit « **Omnibus** » proposé par la Commission européenne suggère de restreindre les parties prenantes qui devront nécessairement être consultées dans le cadre de la mise en œuvre du devoir de diligence européen issu de la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CS3D). Les ESRS ont aussi vocation à évoluer ⁽⁶⁾.

(1) Code du travail, art. L. 2312-8, I.

(2) Code du travail, art. L. 2312-17

(3) Code du travail, art. L. 2312-8, III.

(4) Code du travail, art. L. 2312-17, al. 5 et L. 2312-22, al. 5.

(5) Règlement Délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, Annexe II Acronymes et Glossaire des termes.

(6) EFRAG, *EU Commissioner Albuquerque addresses EFRAG SRB on ESRS Simplification Mandate*, 28 mars 2025 (<https://www.efrag.org/en/news-and-calendar/news/eu-commissioner-albuquerque-addresses-efrag-srb-on-esrs-simplification-mandate>)

2.

Principes Généraux

2.1 Notions d'information périodique, d'information permanente et d'information réglementée	18	2.6 Diffusion effective et intégrale	32
2.1.1 Régulation de l'information financière	19	2.6.1 Diffusion par voie électronique	32
2.1.2 Information périodique	19	2.6.2 Prévention de la diffusion de fausses informations	33
2.1.3 Information permanente	19	2.7 Archivage	34
2.1.4 Information réglementée	20	2.7.1 Site Internet de l'émetteur	34
2.1.5 Information liée à une opération financière	21	2.7.2 Stockage centralisé	35
2.2 Égalité d'information entre les investisseurs	22	2.7.3 ESEF et XBRL	35
2.3 Homogénéité de l'information	23	2.8 Langue	36
2.4 Information exacte, précise et sincère	24	2.8.1 Harmonisation européenne	36
2.5 Obligation de communiquer au marché les « informations privilégiées »	25	2.8.2 Langue de l'information réglementée	36
2.5.1 Qualifier l'information privilégiée	25	2.8.3 Langue du Prospectus	36
2.5.2 Communiquer dès que possible	26	2.8.4 Autres informations diffusées par l'émetteur	38
2.5.3 Décider de différer	27		
2.5.4 Justifier un différé	28		
2.5.5 Tenir des listes d'initiés	29		

Les nouveautés sont identifiées par un texte surligné

2. Principes Généraux

NOTIONS D'INFORMATION PÉRIODIQUE, D'INFORMATION PERMANENTE ET D'INFORMATION RÉGLEMENTÉE

2.1 NOTIONS D'INFORMATION PÉRIODIQUE, D'INFORMATION PERMANENTE ET D'INFORMATION RÉGLEMENTÉE

INFORMATION PÉRIODIQUE	INFORMATION PERMANENTE
Rapport financier annuel	Information privilégiée
Document d'enregistrement universel le cas échéant ⁽¹⁾	Déclarations de franchissements de seuils ⁽³⁾
Rapport financier semestriel	Déclarations des dirigeants ⁽⁴⁾
Information trimestrielle, le cas échéant ⁽²⁾	Descriptif des programmes de rachat de titres de capital
Rapport des sommes versées au gouvernement	Modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions
Rapport sur le gouvernement d'entreprise	Modifications des conditions de l'émission susceptibles d'avoir une incidence directe sur les droits des porteurs des instruments financiers autres que des actions
Information relative au nombre total de droits de votes et au nombre d'actions composant le capital social	
Communiqué sur les modalités de mise à disposition ou de consultation des informations pour l'Assemblée générale	
Communiqué sur le choix de l'autorité compétente pour le contrôle de l'information périodique	

Source : AMF - Guide de l'information permanente, mise à jour du 29/04/2021.

(1) Il s'agit d'une information réglementée dès lors que le Document d'enregistrement universel vaut Rapport financier annuel ou qu'il contient une information privilégiée.

(2) Il s'agit d'une information réglementée dans la mesure où il s'agit d'une information privilégiée.

(3) Déclaration faite par l'actionnaire.

(4) Déclaration faite par le dirigeant.

2.1.1 RÉGULATION DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

L'information financière fait l'objet d'une réglementation complète qui distingue principalement (i) « information périodique », (ii) « information permanente » et (iii) « information réglementée », auxquelles il convient d'ajouter (iv) l'information spécifique liée à une opération.

Les émetteurs « valeurs moyennes » (compartiments B et C d'Euronext et d'Euronext Growth) se référeront utilement (i) au *vade-mecum* de la doctrine de l'AMF à destination des valeurs moyennes pour une présentation des principales règles en matière de communication et

d'information financière, publié en novembre 2016, et (ii) au guide publié le 23 octobre 2017 par l'AMF à l'attention des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI). Ces documents présentent les principales règles boursières et de droit des sociétés qui leur sont applicables. Le guide pratique, organisé par thématique et décliné selon le marché de cotation, aborde notamment les modalités et les délais de publication de l'information financière, la nature des informations à communiquer ou encore les règles relatives au gouvernement d'entreprise ⁽¹⁾.

2.1.2 INFORMATION PÉRIODIQUE

L'information périodique regroupe **les informations données à échéances régulières** par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé en France ou au sein de l'Union européenne dès lors qu'elles entrent dans le champ de compétences de l'AMF. Il s'agit des informations données sur une base annuelle et semestrielle de façon obligatoire, et trimestrielle de façon facultative.

L'information périodique comprend notamment **l'obligation de publier un rapport financier annuel et un rapport financier semestriel** dans des conditions déterminées par le Règlement général de l'AMF ⁽²⁾ ainsi que de **déposer le rapport de gestion annuel** de l'émetteur (et ses annexes) prévu par le Code de commerce ⁽³⁾ au greffe du tribunal de commerce (ou le cas échéant au greffe du tribunal des activités économiques).

L'AMF a publié le 26 octobre 2016 un **Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un**

marché réglementé, (régulièrement mis à jour bien qu'au jour de la publication du présent Guide, les conséquences de l'entrée en vigueur de la CSRD n'y ont pas encore été intégrée) ⁽⁴⁾. Ce guide a pour objet de rappeler les principales obligations des sociétés cotées relatives à l'information périodique et de regrouper dans un document unique les positions et recommandations de l'AMF et de l'ESMA en la matière.

Il est rappelé que les obligations d'information périodique des sociétés dont les titres sont cotés sur un système multilatéral de négociation (comme Euronext Growth ou Euronext Access) ne relèvent pas de la réglementation boursière, mais des règles du marché concerné (voir notamment le Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs publié par l'AMF). Les sociétés dont les titres sont cotés sur Euronext Growth et Euronext Access trouveront néanmoins dans la dernière section du guide ci-dessus mentionné une présentation succincte des obligations d'information périodique les concernant.

2.1.3 INFORMATION PERMANENTE

L'information permanente est l'information diffusée par toute entité dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé en application de l'obligation qui leur est faite de **porter dès que possible à la connaissance du public toute information précise non publique les concernant, et susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur leur cours de Bourse (i.e. information privilégiée)** ⁽⁵⁾.

L'information permanente constitue un outil indispensable à la transparence du marché des valeurs mobilières : indépendamment de la communication des informations à caractère périodique, les investisseurs doivent avoir connaissance de tous les faits nouveaux importants susceptibles de provoquer une variation sensible du cours de Bourse. Mais contrairement à l'information périodique, la teneur des informations à communiquer est laissée à l'appréciation de l'émetteur.

(1) Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs – Guide à destination des ETI/PME – Obligations sur les marchés Euronext et Euronext Growth (ex-Alternext).

(2) Articles L. 451-1-2 et suivants du Code monétaire et financier.

(3) Article L. 232-1 II du Code de commerce.

(4) Position-recommandation AMF n° 2016-05 ; Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023.

(5) Le *Listing Act* a modifié la définition de l'information privilégiée en l'élargissant aux informations transmises dans le cadre de la gestion d'un compte propre ou d'un fonds, et donc en ne limitant plus aux informations transmises aux personnes chargées de l'exécution des ordres (Règlement MAR, art. 7(1)(d) tel que modifiés par le *Listing Act*). Cette nouvelle définition rentra en vigueur à compter du 5 juin 2026.

2. Principes Généraux

NOTIONS D'INFORMATION PÉRIODIQUE, D'INFORMATION PERMANENTE ET D'INFORMATION RÉGLEMENTÉE

Notons toutefois que le **Listing Act** a apporté certaines atténuations à l'obligation de publier dès que possible les informations privilégiées (voir page 26, 2.5.2 « Communiquer dès que possible ») ⁽¹⁾.

Les obligations pesant sur les émetteurs au titre de l'information permanente résultent principalement du **Règlement** du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 **sur les abus de marché n° 596/2014** (dit « Règlement Abus de marché » ou *Market Abuse Regulation* – MAR, entré en application le 3 juillet 2016) et des articles 223-1 A et suivants du Règlement général de l'AMF. L'AMF a publié le 26 octobre 2016 un Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée ⁽²⁾ (régulièrement mis à jour), dont l'objectif est d'actualiser la doctrine applicable aux émetteurs à la suite de l'entrée en application du Règlement Abus de marché et de regrouper, dans un

seul guide, les positions et recommandations déjà publiées sur le sujet par l'AMF et, le cas échéant, de l'ESMA. 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 (Euronext Paris) ou sur un système multilatéral de négociation (Euronext Growth et Euronext Access).

L'information du public se fait par voie de communiqué de presse, diffusé électroniquement (voir page 32, 2.6. « Diffusion effective et intégrale »). Les communiqués doivent être transmis à l'AMF au plus tard en même temps que leur diffusion sur le marché. Seuls les communiqués promotionnels intervenant en période d'offre publique ou en période de pré-offre doivent être transmis à l'AMF préalablement à leur diffusion (articles 212-28 et 231-36 du Règlement général de l'AMF).

2.1.4 INFORMATION RÉGLEMENTÉE

Les documents et les informations publiés au titre de l'information périodique et de l'information permanente constituent des « informations réglementées » dont le mode de diffusion au public fait l'objet d'une réglementation spécifique prévue par le Règlement général de l'AMF.

Le contenu de cette information réglementée, qui sera détaillé dans ce guide, diffère selon que les titres de l'émetteur sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.

Dans le premier cas, lorsque les titres sont négociés sur un marché réglementé (tel Euronext Paris), l'information réglementée comprend les documents et informations suivants, énumérés à l'article 221-1 du Règlement général de l'AMF :

- le rapport financier annuel ;
- le rapport financier semestriel ;
- le rapport sur les paiements aux gouvernements ;
- le rapport du Conseil d'administration ou de surveillance sur le gouvernement d'entreprise prévu aux articles L. 225-37, L. 225-68 et L. 22-10-20 du Code de commerce ainsi que le rapport des commissaires aux comptes sur le rapport précité (*la mission légale du commissaire aux comptes est de certifier que les comptes d'une société sont réguliers et sincères, et qu'ils donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la société à la fin de cet exercice. La certification des comptes porte à la fois sur les comptes annuels et sur les comptes consolidés*) ;

- l'information relative au nombre total de droits de vote et au nombre d'actions composant le capital social (*notion juridique et comptable qui correspond à une partie des capitaux propres apportés par les actionnaires lors de la création de la société ou lors d'augmentations de capital subséquentes. Le solde des capitaux propres est notamment composé des primes d'émission, d'apports et/ou de fusion*) ;
- le descriptif des programmes de rachat d'actions ;
- le communiqué précisant les modalités de mise à disposition d'un prospectus, d'un document d'enregistrement ou d'un document d'enregistrement universel ;
- l'information privilégiée publiée en application de l'article 17 du Règlement Abus de marché ⁽³⁾ ;
- le communiqué précisant les modalités de mise à disposition des actionnaires ou de consultation par ces derniers des informations devant être mises à disposition des actionnaires préalablement à l'Assemblée générale (documents listés à l'article R. 225-83 du Code de commerce) ;
- les informations prévues à l'article 223-21 du Règlement général de l'AMF (toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions ou modification des conditions de l'émission susceptible d'avoir une incidence directe sur les droits des porteurs d'instruments financiers autres que des actions) ;
- la déclaration relative à l'autorité compétente pour le contrôle de l'information réglementée ;

(1) Sans exclure les informations relatives à « une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes », le *Listing Act* aménage le régime de leur publication (Règlement MAR, art. 7(3) et 17(5)).

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08 ; Guide AMF de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, version du 29 avril 2021.

(3) L'information financière trimestrielle, facultative depuis le 1^{er} janvier 2015, n'est plus constitutive en tant que telle d'une information périodique, mais peut être constitutive d'une information privilégiée (voir page 46, 3.3.4 « Informations trimestrielles ou intermédiaires ») et devra dès lors donner lieu à une publication au titre de l'information permanente (voir page 20, 2.5 « Obligation de communiquer au marché les « informations privilégiées » »).

- les informations relatives aux franchissements de seuils devant être transmises à l'AMF.

Dans le second cas, lorsque les titres ne sont négociés que sur Euronext Growth ou Euronext Access, le terme « information réglementée » désigne seulement :

- le descriptif des programmes de rachat ;
- le communiqué précisant les modalités de mise à disposition d'un prospectus ; et
- l'information privilégiée publiée en application de l'article 17 du Règlement Abus de marché.

Les émetteurs et diffuseurs professionnels se référeront utilement au **Guide relatif au dépôt de l'information réglementée** auprès de l'AMF et à sa diffusion, publié par l'AMF, mis à jour le 6 décembre 2021 et modifié le 11 décembre 2025 à la suite de l'entrée en vigueur du premier volet du *Listing Act*, ainsi que l'entrée en

application de la directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD). Ce guide s'accompagne de l'instruction AMF n° 2007-03, mise à jour le 28 juillet 2023, concernant le dépôt de l'information réglementée par voie électronique,

Il convient de noter que certaines informations sont diffusées selon les mêmes modalités que l'information réglementée mais ne sont pas comprises dans la définition de l'information réglementée. Le guide précité indique qu'il s'agit notamment des communiqués et informations publiés en application des dispositions du Règlement général de l'AMF concernant les déclarations d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition et les offres publiques d'acquisition.

2.1.5 INFORMATION LIÉE À UNE OPÉRATION FINANCIÈRE

Enfin, au-delà de l'information périodique et de l'information permanente, il convient de rappeler que **les émetteurs sont tenus de procéder à une information du marché en cas d'opération**. Il s'agira, par exemple, de la publication d'un prospectus en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé (document d'information relatif à une opération financière, qui peut se présenter sous la forme d'un document unique ou peut être composé d'un document d'enregistrement ou d'un document d'enregistrement universel (URD), d'une note d'opération et d'un résumé comportant les informations relatives au patrimoine, à l'activité, à la situation financière, aux résultats et aux perspectives de l'émetteur ainsi qu'une description des caractéristiques des titres offerts. Le prospectus, soumis à l'approbation de l'AMF, doit être établi par tout émetteur privé ou public, français ou étranger, en cas d'offre au public de titres financiers ou d'admission à la négociation sur un marché réglementé (sauf dérogations prévues par le Règlement Prospectus 3)). Les émetteurs sont également tenus au

respect de certaines obligations d'information spécifiques, au titre de la réglementation des offres publiques (notamment l'obligation pour l'initiateur et la société cible de publier une note d'information et éventuellement une note en réponse). À l'occasion d'une communication sur l'activisme actionnarial ⁽¹⁾, l'AMF demande 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 de vigilance particulière dans leurs **déclarations en période d'offre**, mais également de **pré-offre**.

L'AMF a publié le 17 juin 2020 un **Guide d'élaboration des prospectus** et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ⁽²⁾ présentant la réglementation prospectus dans son ensemble ainsi que sa doctrine.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 mise à jour le 29 avril 2021, reprenant les éléments de la communication « Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine », 17 mars 2021.

(2) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

2.2 ÉGALITÉ D'INFORMATION ENTRE LES INVESTISSEURS

Afin d'assurer une parfaite égalité d'information entre les investisseurs, l'émetteur qui publie une information réglementée doit en assurer une diffusion **effective et intégrale** ⁽¹⁾. Dans le cas de la communication d'une information privilégiée à un tiers ⁽²⁾, non tenu d'une obligation de confidentialité, cette diffusion doit se faire soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit le plus rapidement possible en cas de communication non intentionnelle. Par exemple, l'émetteur est tenu de **diffuser publiquement une information confidentielle dans le cas où elle aurait été fournie involontairement à un analyste** au cours d'un entretien individuel ou au cours d'un *roadshow*. Ou encore les émetteurs disposant sur leur site Internet d'un espace restreint aux membres de leur club d'actionnaires doivent se montrer particulièrement vigilants sur la nature des informations fournies. En 2024, l'ESMA a également rappelé que l'interdiction stricte de communication d'informations privilégiées concerne aussi les « *pre-close calls* » ⁽³⁾ (voir page 49, 3.3.2.3 « Réunions d'information »).

Par ailleurs, dans le même souci d'égalité, l'information diffusée doit **être accessible à l'ensemble des investisseurs au même moment** afin d'éviter que ne se crée une asymétrie d'information qui avantagerait certains investisseurs au détriment des autres ⁽⁴⁾.

Ainsi, si l'émetteur ou certaines de ses filiales sont cotés à l'étranger, les informations doivent être **diffusées de manière simultanée en France et à l'étranger**. Il convient de noter que ce principe doit s'appliquer tant pour la diffusion d'une information par la voie d'un communiqué de presse qu'en cas de notification ou de dépôt d'un document auprès d'une autorité étrangère (par exemple, l'enregistrement du 6-K aux États-Unis).

Il est également recommandé aux émetteurs de diffuser, si possible, les **informations financières en dehors des horaires d'ouverture de la Bourse** afin de permettre à l'ensemble des investisseurs d'assimiler l'information diffusée avant la reprise des cotations et d'éviter une variation brutale du cours de Bourse de l'émetteur - sans pour autant exclure toute communication en séance qui pourrait être indispensable au regard du règlement abus de marché ⁽⁵⁾. En pratique, lorsque l'émetteur envisage de publier un communiqué important en période de cotation, il pourra informer l'AMF au préalable.

La transposition en droit français des dispositions de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (« **Directive MIF** ») a mis fin à l'obligation de concentration des ordres de Bourse sur les marchés réglementés et consacré des modes alternatifs d'exécution des ordres ; cependant, l'essentiel des transactions sur les titres des émetteurs français cotés sur Euronext Paris continue à y être réalisé. Dans ces conditions, les horaires de clôture et d'ouverture de la cotation des titres financiers sur Euronext Paris continuent de constituer un référentiel pertinent pour la publication des informations les concernant par les sociétés françaises et les autres qui y sont cotées. Elles ont toutefois la possibilité de se référer à une autre place de cotation.

En cas de **multi-cotation**, il est recommandé à l'émetteur d'adapter sa politique de diffusion pour éviter de divulguer des faits nouveaux importants pendant que le marché est ouvert.

Enfin, pour préserver le principe d'égalité d'information des investisseurs, en cas de participation significative de l'émetteur dans une autre société cotée ou d'une **filiale cotée**, il importe que les **calendriers** de communication de l'émetteur et de celles-ci soient **coordonnés** (voir page 41, 3.1.4 « Coordination des calendriers »).

(1) Article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

(2) Même en l'absence de communication d'une information privilégiée, la simple recommandation faite à un tiers sur la base d'une information privilégiée peut caractériser un délit d'initié (AMF, Commission des sanctions, 16 avril 2013, confirmée par le Conseil d'État le 10 juillet 2015, n° 369454 1^{re} et 6^e sous-sections).

(3) *ESMA, Statement, Good practices in relation to pre-close calls*, 29 mai 2024 ; voir ci-dessous 3.3.2.3 Réunion d'informations.

(4) Article 223-10-1 du Règlement général de l'AMF.

(5) Position-recommandation AMF n° 2016-05 ; Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023.

2.3 HOMOGÉNÉITÉ DE L'INFORMATION

En vertu du principe d'homogénéité de l'information, l'opportunité de communiquer une information doit être appréciée par l'émetteur en fonction de ses **pratiques antérieures et de l'historique de ses communications** afin d'éviter d'induire en erreur les investisseurs, l'AMF recommandant à cet égard « *d'adopter une politique harmonisée et stable dans le temps par type d'information afin de respecter le principe d'information sincère* » (1).

En particulier, l'émetteur doit réserver un **traitement identique**, en termes de communication, aux informations susceptibles d'impacter le cours de son titre à la hausse et à la baisse.

L'émetteur doit également s'assurer de la **cohérence de l'ensemble des informations** qu'il diffuse, quels que soient la date, le support et les destinataires de la diffusion. En particulier, l'information financière diffusée par voie de presse écrite doit être cohérente avec les informations diffusées par voie électronique. Cette exigence de cohérence implique la mise en place par l'émetteur, au

niveau du Groupe, d'un contrôle préalable et d'une centralisation de l'information diffusée.

De même, l'émetteur doit veiller à la cohérence entre les informations financières et celles en matière de durabilité qu'il diffuse, notamment en ce qui concerne la manière dont les enjeux liés au climat sont pris en compte dans ses états financiers (2).

Enfin, si l'émetteur choisit de communiquer des indicateurs en complément de ceux directement issus de ses états financiers (indicateurs alternatifs de performance) ou une information sectorielle, il devra s'assurer de leur cohérence dans le temps. Elle peut évoluer en fonction des changements stratégiques opérés par l'émetteur, mais doit être expliquée dans l'ensemble des supports de cette information (3).

L'AMF (4) et l'ESMA (5) ont publié leurs priorités pour l'arrêté des comptes 2024, insistant notamment sur l'importance d'assurer la cohérence entre reporting financier et celui en matière de durabilité.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021).

(2) Rapport ESMA – *The Heat is On : Disclosures of Climate-Related Matters in the Financial Statements*, 25 octobre 2023.

(3) Position AMF n° 2015-12 relative aux indicateurs alternatifs de performance et *Questions and Answers on ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*, mises à jour le 17 avril 2020.

(4) Recommandation DOC-2024-05 : Arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers.

(5) ESMA, *Statement European common enforcement priorities for 2024 corporate reporting*.

2.4 INFORMATION EXACTE, PRÉCISE ET SINCÈRE

L'information délivrée au public par les émetteurs doit **être exacte, précise et sincère** ⁽¹⁾. Ces exigences s'appliquent tant aux informations dont la communication est obligatoire au titre de la réglementation qu'aux informations communiquées par l'émetteur sur une base purement volontaire. En effet, les émetteurs doivent se conformer à d'autres grands principes en matière de communication financière, en plus des principes spécifiquement liés à la publication des informations privilégiées ⁽²⁾.

L'exactitude, la précision et la sincérité des informations s'apprécient à la date de leur communication.

L'information délivrée au public par l'émetteur doit être **exacte**, c'est-à-dire exempte d'erreurs.

Pour qu'elle soit **précise**, l'émetteur doit fournir, de façon univoque, l'ensemble des éléments relatifs à l'événement qui fait l'objet de la communication, **afin de permettre au marché d'apprécier l'impact de cet événement sur la situation et les perspectives de l'émetteur**. La précision diffère de l'exactitude : une information, en elle-même exacte, pourrait être imprécise si l'émetteur omet de communiquer une autre information ou un élément d'information qui aurait été susceptible de modifier l'appréciation de sa situation par le marché ⁽³⁾. L'information doit faire mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui se sont produits ou dont on peut raisonnablement penser qu'ils se produiront. La mention doit être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement 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. Ces circonstances ou événements peuvent avoir un caractère financier, stratégique, technique, organisationnel ou encore juridique. La Commission des sanctions de l'AMF est venue rappeler qu'en matière de projet de prise de contrôle de société, « le caractère précis d'une

information sur un projet d'offre publique est établi dès que ce projet est suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir » (AMF, Commission des sanctions, 3 août 2021, SAN-2021-15, Safran/Zodiac).

Dans la décision précitée, l'AMF souligne également qu'une étape intermédiaire d'un processus ou d'une opération étalée dans le temps peut être considérée en elle-même comme une information privilégiée, dans la droite ligne de la jurisprudence Daimler (CJUE, 28 juin 2012, Markus Gelt v. Daimler AG, Aff. C-19/11), désormais intégrée à l'article 7 du Règlement Abus de marché.

Cependant, la seule **imprécision** d'une information n'est pas en elle-même constitutive d'un **manquement**. En effet, en application des articles 12 et 15 du Règlement Abus de marché, lesquels constituent désormais le fondement réprimant les manquements à la qualité de l'information communiquée au public, **deux éléments constitutifs supplémentaires sont requis** : (i) la circonstance « *que les informations litigieuses donnent ou soient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses* », « *en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier [...] ou fixent ou soient susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers* » et (ii) l'exigence d'une « *connaissance, avérée ou supposée, du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée* » ⁽⁴⁾.

L'information divulguée par l'émetteur doit être **sincère** : tous les éléments afférents à l'information considérée doivent être communiqués, qu'ils soient positifs et/ou négatifs. Ceci rejoint le principe d'homogénéité de l'information précédemment énoncé.

L'ensemble de l'information mise à disposition du marché par les émetteurs, y compris celle relative à la durabilité ⁽⁵⁾, doit répondre à ces exigences d'exactitude, de précision et de sincérité.

(1) Article 223-1 du Règlement général de l'AMF. Cf. également considérant 47 du Règlement Abus de marché.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.

(3) *Ibid.* (§ 1.5.1) ; cf. également Cass. Com., 18 novembre 2008, n° 08-10.246.

(4) AMF, Commission des sanctions, 2 novembre 2017, SAN-2017-09 ; v. également AMF, Commission des sanctions, 7 septembre 2023, SAN-2023-13 ; l'article 223-1 du règlement général de l'AMF est resté en vigueur malgré l'adoption des articles 12, 1^o, c, et 15 de MAR bien que ces textes portent sur des éléments très similaires. AMF, « Consultation publique de l'AMF sur les modifications à apporter au règlement général et à la doctrine émetteur en vue de l'entrée en application du règlement abus de marché ».

(5) À titre illustratif, à l'étranger, la SEC a sanctionné une société en septembre 2024 pour avoir diffusé des déclarations incomplètes sur la recyclabilité de ses produits (*SEC Charges Keurig with Making Inaccurate Statements Regarding Recyclability of K-Cup Beverage Pod – 2024-122 – Sept. 10 2024*).

2.5 OBLIGATION DE COMMUNIQUER AU MARCHÉ LES « INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES »

2.5.1 QUALIFIER L'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

En matière d'**information périodique**, ou **lorsque la réglementation prévoit spécifiquement une situation dans laquelle un émetteur doit communiquer**, l'obligation de communiquer repose sur un ou plusieurs **critères objectifs** ne laissant place à **aucune appréciation de la part de l'émetteur**. Par exemple, l'émetteur doit publier un rapport financier annuel au titre de chaque exercice social (information périodique) ou encore publier un prospectus en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, sous réserve des cas d'exemption.

À l'inverse, en matière d'**information permanente**, il est de la **responsabilité de l'émetteur** de déterminer s'il est tenu ou non de communiquer une information au public en application des principes contenus dans le Règlement Abus de marché. En conséquence, l'AMF recommande aux émetteurs de **disposer de procédures internes** (voir page 42, 3.2 « Organisation dans l'entreprise ») leur permettant d'évaluer si une information est de nature privilégiée ou non ⁽¹⁾.

L'article 7 du Règlement Abus de marché définit une **information privilégiée** comme étant une information à **caractère précis** qui n'a pas été rendue publique. Notons que la jurisprudence constante retient que **l'existence d'aléas quant à la survenance d'un événement ou quant à la réalisation effective d'un projet n'exclut pas la possibilité de retenir que l'information y afférent présente un caractère suffisamment précis** ⁽²⁾.

Cette information concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers. Si elle était rendue publique, elle serait **susceptible d'influencer de manière sensible le cours** des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés. Un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser cette information comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

La Cour de justice de l'Union européenne a par ailleurs précisé dans un arrêt du 11 mars 2015 (C-628/13) qu'une

information pouvait revêtir un caractère précis quand bien même le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés ne pouvait être déterminé avec un degré de probabilité suffisant. Prise à la lettre, cette décision a consacré un élargissement non négligeable du champ de l'obligation d'information permanente. Par ailleurs, la Cour de justice a affirmé, à cette occasion, que **la définition de l'information privilégiée est la même selon qu'il s'agisse d'appliquer l'obligation de publication ou l'obligation d'abstention** ⁽³⁾ (opération d'initié).

L'AMF a rappelé les **bonnes pratiques à adopter en cas de doute sur le caractère privilégié d'une information** détenue par une société cotée, par exemple lorsque la société est confrontée à une accumulation de **dysfonctionnements** affectant son activité.

Dans une telle situation, et afin d'assurer un égal accès et une correcte information des investisseurs, l'AMF encourage les émetteurs à **communiquer au plus tôt** l'information en cause. Une telle publication sera utilement accompagnée de précisions quant aux moyens déployés pour remédier aux dysfonctionnements, puis d'une mise à jour régulière quant à l'état d'avancement de la situation.

L'AMF a également rappelé l'importance qui s'attache non seulement à la bonne information des investisseurs, mais aussi aux mesures que les émetteurs doivent prendre afin que leurs **salariés** ne divulguent pas et n'utilisent pas à des fins personnelles les informations dont ils ont pris connaissance dans le cadre de leurs fonctions. La formation de l'ensemble des salariés d'un émetteur constitue dans ce cadre l'un des moyens permettant de prévenir d'éventuelles opérations d'initiés ⁽⁴⁾ (voir page 42, 3.2 « Organisation dans l'entreprise »).

Enfin, il convient de noter qu'une jurisprudence du Conseil d'État a décidé que les travaux et estimations de bureaux d'analystes et de recherche reconnus pouvaient, dans certains cas, revêtir le caractère d'une information privilégiée ⁽⁵⁾.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 du 26 octobre 2016 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021).

(2) Pour un exemple récent : CA Paris, pôle 5 ch. 7, 2 mai 2024, n° 22/09062 ; voir aussi (Cass. Com. 3 mai 2016, n° 15-10.044 ; Cass. Com. 1^{er} mars 2017, n° 14-26.225, 14-26.892, 15-12.362. Cass. Com., 10 juillet 2018, pourvoi n° 15-15.557).

(3) Le *Listing Act* a modifié la définition de l'information privilégiée en l'élargissant aux informations transmises dans le cadre de la gestion d'un compte propre ou d'un fonds, et donc en ne limitant plus aux informations transmises aux personnes chargées de l'exécution des ordres (Règlement MAR, art. 7(1)(d) tel que modifié par le *Listing Act*). Cette nouvelle définition rentra en vigueur à compter du 5 juin 2026.

(4) Communiqué AMF du 21 décembre 2018 sur les bonnes pratiques en matière d'information privilégiée.

(5) Conseil d'État, 6ème - 5ème chambres réunies, 30 janvier 2019, n° 412789. Dans cette affaire, le Conseil d'État a confirmé (et aggravé) la sanction prononcée par l'AMF d'un analyste qui avait communiqué les informations tirées d'une recommandation, non pas avant sa publication mais avant sa diffusion, à un cercle restreint.

2. Principes Généraux

OBLIGATION DE COMMUNIQUER AU MARCHÉ LES « INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES »

2.5.2 COMMUNIQUER DÈS QUE POSSIBLE

L'émetteur doit en principe procéder à la communication de cette information dès que possible, qu'il ait sollicité ou approuvé l'admission de ses instruments financiers sur Euronext Paris, Euronext Growth ou Euronext Access ⁽¹⁾.

À défaut, l'émetteur ⁽²⁾ ainsi que son dirigeant peuvent être sanctionnés ⁽³⁾. La Cour de cassation a précisé que, depuis l'entrée en vigueur du Règlement MAR, le dirigeant de l'émetteur peut toujours être sanctionné, conformément à l'article 221-1 RGAMF, en cas de retard de cet émetteur dans la communication au public d'informations privilégiées, alors même que le Règlement Abus de marché ne prévoit pas une telle sanction (Cass. Com., 14 novembre 2018, n° 16-22.845). La Cour de cassation précise que les dispositions du Règlement Abus de marché constituent uniquement les mesures minimales que les États membres doivent mettre en place afin que les autorités compétentes puissent prendre les sanctions et mesures administratives appropriées pour faire respecter les règles de fonctionnement du marché.

S'il arrivait, par mégarde, que les dirigeants ou l'Investor Relations divulguent une information pouvant être considérée comme une information privilégiée à l'occasion d'un entretien avec un analyste, un investisseur ou toute autre partie prenante (voir notamment page 11, 1.3.2 « *Buy-side* : analystes, gérants et investisseurs institutionnels »), **il conviendrait de diffuser un communiqué dans les plus brefs délais**, de façon à porter à la connaissance du public ladite information. L'ESMA a récemment rappelé ce principe ⁽⁴⁾ et l'AMF a déjà condamné, à plusieurs reprises, sur le fondement de l'article 223-10-1 de son Règlement général, des sociétés qui avaient fait part aux analystes financiers de certaines informations dont elles n'avaient pas assuré l'accès égal et dans les mêmes délais au public ⁽⁵⁾.

Il est en règle générale recommandé de rappeler régulièrement aux différents membres du management participant aux événements de la communication financière les règles en matière de *disclosures*.

Il convient de noter qu'une jurisprudence du Conseil d'État a décidé que les **travaux et estimations de bureaux d'analystes et de recherche reconnus** pouvaient, dans certains cas, revêtir le caractère d'une information privilégiée ⁽⁶⁾. Il en est de même en ce qui concerne la publication prochaine d'un **article de presse** ⁽⁷⁾.

Afin d'alléger les contraintes pesant sur les émetteurs, le champ de l'obligation de publier « dès que possible » a évolué à la suite du *Listing Act*, celui-ci modifiant le Règlement Abus de Marché. A compter du 5 juillet 2026 et dans le cadre d'un processus en plusieurs étapes, **seules les informations privilégiées relatives aux circonstances finales ou l'évènement final** doivent être rendues publiques dès que possible, excluant ainsi la divulgation des informations privilégiées relatives aux étapes intermédiaires ⁽⁸⁾.

Bien qu'elles ne fassent pas l'objet d'une obligation de publication dès que possible, une **étape intermédiaire** constitue une information privilégiée dès lors que cette étape satisfait en elle-même aux critères de qualification d'une information privilégiée ⁽⁹⁾. À ce titre, tout détenteur d'une information sur une étape intermédiaire constitutive d'une information privilégiée reste soumis à l'obligation de s'abstenir d'agir sur les instruments financiers liés à l'émetteur concerné. Si la non-divulgation d'une information privilégiée relative à une étape intermédiaire n'est pas conditionnée au respect de l'ensemble des conditions de différé ⁽¹⁰⁾ (voir page 27, 2.5.3 « Décider de différer »), une telle information privilégiée doit être publiée dès que possible dès lors que la confidentialité de cette information n'est plus assurée, notamment en cas de rumeurs suffisamment précises ⁽¹¹⁾.

(1) Article 17.1 du Règlement Abus de marché.

(2) AMF, Commission des sanctions, 1^{er} octobre 2019, SAN-2019-13 Biophytis : l'AMF a condamné un émetteur opérant dans le secteur des biotechnologies pour ne pas avoir communiqué « dès que possible » l'information relative au décalage du calendrier prévisionnel relatif au lancement de la phase 2 des essais cliniques portant sur des candidats-médicaments phares de la société. Cette information certaine, bien que non quantifiable, a été considérée comme suffisamment précise et sensible pour être qualifiée d'information privilégiée.

(3) AMF, Commission des sanctions, 20 janvier 2025, SAN-2025-01. Dans cette affaire l'AMF a sanctionné une société, ainsi que ses dirigeants, pour manquement à cette obligation. En l'espèce, la commission a retenu que les informations relatives à la demande par l'autorité américaine de santé (FDA) d'une nouvelle étude clinique avant autorisation de mise sur le marché et au refus d'un protocole d'évaluation spécial étaient des informations privilégiées qui auraient dû être rendues publiques sans délai. L'AMF a souligné que l'émetteur ne remplissait pas les conditions requises pour différer cette publication, notamment en raison du risque d'induire le public en erreur. Pour un autre exemple récent de sanction de la société et son dirigeant, v. également, AMF, Commission des sanctions, 9 juillet 2025, SAN-2025-06.

(4) ESMA, *Statement, Good practices in relation to pre-close calls*, 29 mai 2024.

(5) Exemple : AMF, 2 novembre 2017, SAN-2017-09.

(6) CE, 30 janvier 2019, n° 412789 : sanction d'un analyste qui a communiqué les informations tirées d'une recommandation, non pas avant sa publication mais avant sa diffusion, à un cercle restreint.

(7) AMF, Sanc., 24 octobre 2018, SAN-2018-13. Par un arrêt du 30 mars 2023 n°18/28497, la cour d'appel de Paris confirme que l'information portant sur la publication prochaine d'un article de presse relayant une rumeur de marché peut constituer une information privilégiée dont la transmission serait illicite. À noter qu'un pourvoi a été formé contre cette décision.

(8) Règlement MAR, art. 17(1) et (4 bis) (tels que modifiés et introduits par le *Listing Act*, applicables à compter du 5 juin 2026).

(9) Règlement MAR, art. 17(3) (disposition qui n'est pas modifiée par le *Listing Act*).

(10) Règlement MAR, art. (4 bis) (tel qu'introduit par le *Listing Act* applicable à compter du 5 juin 2026).

(11) Règlement MAR, art. 17(1) et (1 bis) (tels que modifiés et introduits par le *Listing Act*, applicables à compter du 5 juin 2026).

La Commission devrait publier un Règlement délégué en vue d'établir une **liste non exhaustive d'événements finaux** qui déclencheraient l'obligation de publier dans le cadre de processus en plusieurs étapes. Elle a déjà précisé que cette modification permettrait d'éviter que des informations induisent les investisseurs en erreur du fait de leur publication à un stade très précoce. Ainsi,

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. En général, pour les accords contractuels, l'événement final devrait être réputé s'être produit lorsque les conditions essentielles de ces accords ont été approuvées ⁽¹⁾.

2.5.3 DÉCIDER DE DIFFÉRER

Aux termes de l'article 17.4 du Règlement Abus de marché et de l'article 223-6 du Règlement général de l'AMF, et comme précisé dans la position-recommandation n° 2016-08 de l'AMF, **tout émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la communication** d'une information privilégiée, sous réserve du respect des trois conditions cumulatives suivantes :

- Première condition : la publication immédiate de l'information est **susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur** : l'émetteur ne peut cependant se contenter de se référer à son objet social ou à un principe vague et général tel que le secret des affaires ou l'intérêt économique, commercial ou stratégique pour justifier le différé de publication ⁽²⁾ ou encore par les conséquences négatives de la communication de l'information privilégiée sur le cours de ses titres ⁽³⁾.

L'ESMA a publié des orientations (*Guidelines*) fournissant une liste indicative et non exhaustive de situations d'intérêts légitimes des émetteurs justifiant un différé (sous réserve que les deux conditions supplémentaires exigées par l'article 17(4) du Règlement Abus de marché soient remplies ⁽⁴⁾.

Ces orientations (qui n'ont toutefois pas été mises à jour depuis la publication du *Listing Act*), reprises par l'AMF dans sa position-recommandation 2016-08, incluent notamment les circonstances suivantes ⁽⁵⁾ :

- l'émetteur mène des **négociations** (relatives par exemple à une fusion, une acquisition, une scission, l'achat ou la cession d'actifs significatifs ou de branches d'activités, une restructuration ou une réorganisation) dont le résultat est susceptible d'être compromis en cas de publication immédiate ⁽⁶⁾,

- 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 ; la publication immédiate des informations privilégiées est alors susceptible de fortement porter atteinte aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant le résultat de négociations visant à assurer le redressement financier de l'émetteur;
- l'information privilégiée concerne **des décisions prises ou des contrats conclus** par l'organe de direction de l'émetteur ; en vertu du droit national ou des statuts de l'émetteur, ces décisions ou ces contrats nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur (et qui n'est pas 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,
- 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,
- 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,
- une opération précédemment annoncée nécessite **l'approbation d'une autorité publique** ; 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 ;

(1) Proposition de modification de l'article 17 du Règlement Abus de marché ; Article 2.6 (a) et considérant 67 de la résolution législative du Parlement européen du 24 avril 2024 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08, du 26 octobre 2016 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.2.2.1.

(3) CA Paris, pôle 5 ch. 7, 2 mai 2024, n° 22/09062, §151.

(4) ESMA, Orientations relatives au Règlement Abus de marché (« MAR »). Retard de la publication d'informations privilégiées, ESMA/2016/1478 (20 octobre 2016).

(5) ESMA, Orientations relatives au Règlement Abus de marché (« MAR »). Retard de la publication d'informations privilégiées, ESMA/2016/1478.

(6) Exemple d'un différé de publication de résultat (négatif) considéré comme non justifié par un risque d'atteinte aux intérêts légitimes de la société, alors que celle-ci était en cours de négociations avec une société d'investissement en vue d'une augmentation de capital (AMF Sanct., 13 avril 2018).

2. Principes Généraux

OBLIGATION DE COMMUNIQUER AU MARCHÉ LES « INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES »

- **Deuxième condition** : le retard de publication n'est pas susceptible d'**induire le public en erreur**. Selon l'ESMA et l'AMF, le différé de publication est notamment susceptible d'induire le public en erreur lorsque l'information privilégiée dont l'émetteur entend retarder la communication :

- est sensiblement **différente de l'annonce publique** précédemment faite par l'émetteur sur le sujet auquel l'information privilégiée se rapporte,
- concerne le fait que les **objectifs financiers** de l'émetteur précédemment annoncés publiquement ne seront probablement **pas atteints**,
- est contraire aux attentes du marché, si ces attentes sont basées sur des signaux précédemment envoyés au marché par l'émetteur (lors d'entretiens, *roadshows* ou tout autre type de communication organisé par l'émetteur ou avec son approbation).

À compter du 5 juin 2026 et en application du *Listing Act*, la condition selon laquelle le retard de publication ne doit pas être susceptible d'induire le public en erreur sera remplacée par l'exigence que l'information privilégiée faisant l'objet d'un différé ne soit **pas contradictoire avec la dernière annonce publique** (ou un autre type de communication) de l'émetteur portant sur la même question que celle à laquelle l'information privilégiée en question se rapporte ⁽¹⁾. Un acte délégué devrait être adopté par la Commission en vue d'établir une liste non exhaustive des situations dans lesquelles l'information privilégiée dont l'émetteur entend différer la publication est en contradiction avec la

dernière annonce publique ou un autre type de communication de l'émetteur ⁽²⁾.

- **Troisième condition** : l'émetteur est en mesure de **préserver la confidentialité de l'information**. En particulier, l'AMF recommande à l'émetteur de :
 - mettre en place des dispositifs efficaces pour **empêcher l'accès à l'information privilégiée** à des personnes dont les fonctions au sein de l'émetteur ne justifient pas un tel accès ou ne le rendent pas indispensable,
 - 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 au dit accès** et soit avertie des sanctions applicables en cas d'utilisation ou de transmission induite de cette information,
 - mettre en place les dispositifs nécessaires pour permettre une **publication immédiate**, exacte, précise et sincère de cette information s'il venait à ne pas pouvoir assurer sa confidentialité, et ce notamment lorsqu'une **rumeur suffisamment précise** fait explicitement référence à une information privilégiée dont la publication a été différée (voir page 91, 3.4.4 « Rumeurs et fuites »).

Avec la modification de l'article 17(4) de MAR supprimant l'obligation de publier dès que possible les informations privilégiées relatives à un processus en plusieurs étapes, les situations dans lesquelles l'émetteur décidera de se placer sous le régime du différé devraient être moins nombreuses.

2.5.4 JUSTIFIER UN DIFFÉRÉ

L'AMF pourra, le cas échéant, demander à l'émetteur des **explications écrites sur la manière dont les trois conditions permettant le différé ont été satisfaites**. L'émetteur devra alors les fournir sans délai.

À ce titre, l'émetteur doit veiller à **mettre en œuvre des procédures internes adéquates** lui permettant de justifier, ultérieurement auprès de l'AMF, que les trois conditions requises par le Règlement Abus de marché pour pouvoir différer la publication de l'information privilégiée étaient bien remplies.

Lorsque l'émetteur a retardé la publication d'une information privilégiée conformément à l'article 17(4) du Règlement Abus de marché, et que l'information ne satisfait plus, par la suite, la condition tenant à **l'influence sensible sur le cours**, cette information cesse d'être une information privilégiée. Elle est donc considérée comme n'entrant pas dans le champ d'application de l'article 17(1) du Règlement Abus de marché.

Par conséquent, l'émetteur n'est ni tenu de rendre publiques ces informations ni d'informer l'autorité compétente. Toutefois, étant donné que l'information a été privilégiée depuis un certain temps, l'émetteur doit se conformer à toutes les obligations qui s'y rapportent (mise à jour des listes d'initiés et tenue à jour des informations relatives au retard de divulgation ⁽³⁾).

Aux termes de l'article 17(5) du Règlement Abus de marché, un émetteur qui est **un établissement de crédit ou un établissement financier** peut, afin de **préserver la stabilité du système financier**, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée. Cela peut concerner également les informations liées à un problème temporaire de liquidité, et notamment 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 :

- la publication de l'information privilégiée risque de nuire à la stabilité financière de l'émetteur et du système financier ;

(1) Règlement MAR, art. 7(4) (tel que modifié par le *Listing Act*).

(2) Règlement MAR, art. 7(11) (tel que modifié par le *Listing Act*).

(3) *Q&A on the Market Abuse Regulation (MAR)*, mises à jour le 15 novembre 2022.

- il est dans l'intérêt public de différer sa publication ;
- la confidentialité de cette information peut être assurée ; et
- l'AMF a consenti à ce que la publication soit différée au motif que les conditions énoncées aux points précédents sont satisfaites.

L'article 17(6) du Règlement Abus de marché 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 respectant les trois conditions prévues par l'article 17(4) précité (voir page 27, 2.5.3 « Décider de différer »).

Dans l'hypothèse d'un différé de publication d'une information privilégiée, l'émetteur est tenu de **prendre contact avec son interlocuteur au sein de la Direction des émetteurs de l'AMF**, lequel lui indiquera les modalités pratiques d'échange sécurisé. Cette obligation découle de l'article 5(1) du Règlement d'exécution (UE) n°2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées, et de l'instruction de l'AMF relative aux modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée ⁽¹⁾.

En tout état de cause, et conformément à l'article 17 (4) du Règlement Abus de marché et à l'article 4 (3) du Règlement d'exécution (UE) n°2016/1055 du 29 juin 2016 relatif aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées et non mis à jour à date (repris par l'AMF dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée ⁽²⁾), l'émetteur ayant différé la publication d'une information privilégiée devra **informer l'AMF « immédiatement après la publication de l'information »**

2.5.5 TENIR DES LISTES D'INITIÉS

Le **délit d'initié** est incriminé par les articles L. 465-1 et suivants du Code monétaire et financier et peut donner lieu à une peine d'emprisonnement de cinq ans et à une amende de 100 millions d'euros (dont le montant pourra être porté jusqu'au décuple du montant du profit réalisé). Il est constitué par la **réalisation par les « initiés » d'une ou plusieurs opérations sur la base d'informations privilégiées avant que le public ait connaissance de ces informations ou par la transmission de ces informations à des tiers**. Le champ d'application de ce délit comprend également les personnes autres que les « initiés »

par écrit, sous format électronique, à l'adresse **differepublication@amf-france.org** ⁽³⁾, qu'il vient de publier une information dont il avait décidé de différer la publication.

L'émetteur devra communiquer par ce biais :

- l'identité et la dénomination légale complète de l'émetteur ;
- l'identité et les coordonnées de la personne ayant effectué la notification : nom, prénom, fonction au sein de l'émetteur, adresse de courrier électronique et numéro de téléphone professionnels ;
- l'identification des informations privilégiées dont la publication a été différée : titre de la déclaration de publication, numéro de référence (le cas échéant), date et heure de la publication des informations privilégiées ;
- la date et l'heure de la décision de différer la publication des informations privilégiées ;
- l'identité de toutes les personnes responsables de la décision de différer la publication des informations privilégiées.

Enfin, les émetteurs, mettant en œuvre un **programme d'equity lines** et décidant de différer la publication d'une information privilégiée, veilleront à suspendre immédiatement l'exécution de leur programme. L'AMF a en effet rappelé que le fait de détenir une information privilégiée constitue un obstacle à la décision de procéder à un tirage dans le cadre d'un programme d'equity line tant que cette information n'a pas été rendue publique. En conséquence, l'émetteur qui déciderait de différer temporairement la publication d'une information privilégiée devra suspendre immédiatement l'exécution de ce programme et ne pourra le reprendre qu'après la publication de ladite information ⁽⁴⁾.

ayant exploité en connaissance de cause des informations privilégiées. Les mêmes faits peuvent constituer une infraction pénale et une violation du Règlement général de l'AMF visant le manquement d'initiés. Néanmoins, le Conseil constitutionnel, dans une décision du 18 mars 2015, a exclu le cumul des poursuites et des sanctions pénales et administratives en matière d'opérations d'initiés. La loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 a réformé le système de répression des abus de marché en créant un dispositif d'« aiguillage » organisant une concertation entre le procureur de la République financier et le Collège de l'AMF.

(1) Instruction AMF n° 2016-07 sur les modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (§ 1.2.2.2).

(3) Instruction AMF n° 2016-07 sur les modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée.

(4) Position-recommandation AMF n° 2020-06, Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, notamment la Section 4.1, mise à jour le 28 juillet 2023.

2. Principes Généraux

OBLIGATION DE COMMUNIQUER AU MARCHÉ LES « INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES »

Le **manquement d'initié** est régi par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Il est défini comme le fait d'**utiliser une information privilégiée en acquérant ou en cédant (ou en tentant de le faire) pour son propre compte ou pour le compte d'autrui** les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. Par opposition au délit d'initié qui prend en compte **l'intention de la personne en cause**, un manquement est constitué dès lors que la personne en cause a **enfreint l'interdiction** posée par le Code monétaire et financier, indépendamment du point de savoir si elle a agi délibérément ou non.

La Cour de cassation a récemment rappelé le bien-fondé de l'utilisation de la méthode du « **faisceau d'indices** » pour démontrer la caractérisation d'un manquement d'initié ⁽¹⁾.

En outre, la Commission des sanctions a récemment admis le cumul de manquements d'initié pour une même opération prohibée ⁽²⁾.

Afin de conserver la maîtrise de l'information privilégiée le concernant, l'émetteur est tenu d'établir, de conserver et de mettre rapidement à jour des listes d'initiés. Une telle liste indique **toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées** et qui travaillent pour l'émetteur 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, les traducteurs ou les agences de notation.

La liste d'initiés doit impérativement être **tenue sous format électronique et conservée cinq ans** à compter de son établissement ou de sa mise à jour. Elle doit être communiquée à l'AMF dès que possible sur demande de celle-ci. La transmission se fait par courriel *via* un outil sécurisé d'échange.

Les personnes tenues d'établir une telle liste sont :

- les émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un marché réglementé dans un État membre ;
- les émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été sollicitée ou approuvée sur un système multilatéral de négociation dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un tel système ;
- les émetteurs dont l'admission à la négociation des instruments financiers a été approuvée sur un système

organisé de négociation dans un État membre s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un tel système ; et

- toute personne agissant au nom ou pour le compte de ces émetteurs.

L'article 18 du Règlement Abus de marché et le Règlement d'exécution (UE) 2022/1210 du 13 juillet 2022 ont apporté des modifications importantes au régime des listes d'initiés et notamment complété la **liste des mentions devant y figurer** ; elles doivent comprendre, en plus de l'identité de la personne, le motif de son inscription sur la liste et les dates de création et d'actualisation de la liste, les informations suivantes :

- la date et l'heure auxquelles les personnes en question ont eu accès et ont cessé d'avoir accès aux informations privilégiées ;
- les nom, prénom et nom de naissance de l'initié s'il est différent de son nom ;
- la date de naissance de l'initié ;
- le numéro d'identification national, le cas échéant, de l'initié (ce point n'est pas applicable en France) ;
- l'adresse personnelle de l'initié ;
- le nom et l'adresse de la société dont il est salarié ;
- le numéro de téléphone professionnel de l'initié (ligne directe fixe et mobile) ;
- le(s) numéro(s) de téléphone fixe et mobile privé(s) de l'initié ;
- la fonction de l'initié et la raison pour laquelle la personne est initiée ; et
- la date de transmission de la liste à l'AMF.

La liste d'initiés se divisera en **autant de sections distinctes qu'il y a d'informations privilégiées**. Il est possible d'y insérer une section spécifique séparée intitulée « **Section des initiés permanents** », listant les personnes ayant un accès permanent à l'ensemble des informations privilégiées que possède l'émetteur : les personnes figurant dans cette section ne sont pas incluses dans les autres sections de la liste d'initiés.

Les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME ont le droit de publier un format dit allégé de liste d'initiés, n'incluant 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 ⁽³⁾.

(1) Cass. com. 30 août 2023, n° 22-12-292 : rejet du pourvoi formé par une personne physique contre un arrêt de la cour d'appel de Paris du 21 octobre 2021, ayant rappelé le bien-fondé du recours à la méthode du faisceau d'indices pour démontrer la caractérisation d'un manquement d'initié. De même : AMF, Commission des sanctions, 31 janvier 2024, SAN-2024-03 – La Commission des sanctions de l'AMF met hors de cause douze personnes physiques auxquelles il était reproché des manquements d'initiés, estimant que seuls certains indices de détention de l'information privilégiée ont été vérifiés et qu'ils sont insuffisants pour démontrer que seule cette détention permet d'expliquer les ordres litigieux.

(2) Dans une décision du 10 novembre 2023 (SAN-2023-14), la Commission des sanctions a retenu une interprétation du Règlement Abus de marché qui tend à conférer une dimension nouvelle aux manquements de recommandation et d'utilisation de recommandation. En effet, la Commission des sanctions a sanctionné un initié primaire pour avoir transmis à un ancien collègue deux informations privilégiées et pour avoir recommandé à ce dernier l'acquisition de titres sur la base de l'une de ces informations. Parallèlement, l'autre mis en cause est sanctionné pour avoir utilisé les deux mêmes informations et la recommandation d'acquies.

(3) Règlement Abus de Marché MAR, art. 18 (6).

L'annexe I du Règlement d'exécution (UE) 2022/1210 du 13 juillet 2022 établit les formats types que les listes d'initiés doivent désormais respecter.

Le *Listing Act* prévoit la **généralisation du format allégé des listes d'initiés** actuellement applicable aux PME ⁽¹⁾. À cet effet, l'ESMA doit réexaminer les normes techniques d'exécution relative au format allégé des listes d'initiés pour les émetteurs admis à la négociation sur des marchés de croissance de PME afin d'étendre l'utilisation de ce format allégé à toutes les listes d'initiés. Ces projets devront être soumis à la Commission au plus tard le 5 septembre 2025.

Les personnes inscrites sur la liste doivent reconnaître par écrit avoir été **informées** des obligations légales et réglementaires, ainsi que des **sanctions applicables**, résultant de leur inscription sur la liste.

Certaines informations « sensibles » ne sont pas (encore) qualifiées d'information privilégiée. L'Association nationale des sociétés par actions (ANSA) recommande aux émetteurs de mettre en œuvre un système *ad hoc* en établissant des « **listes de confidentialité et d'abstention** ». L'objectif est que les personnes qui détiennent ces informations s'engagent à ne pas les communiquer à des tiers non autorisés et à ne pas réaliser de transaction sur les titres de la société tant que ces informations n'ont pas été rendues publiques ou, à défaut de leur publication, jusqu'à la date précisée par la société. L'établissement d'une telle liste permet d'éviter qu'une opération d'initié ne soit réalisée dans l'hypothèse où l'analyse retenue par la société sur la qualification de l'information diffère de celle retenue *a posteriori* par l'AMF ⁽²⁾.

Cette liste, et plus largement ce type de mesures, a vocation à :

- **assurer la confidentialité** de l'information et la protection des personnes qui en ont connaissance, dès lors qu'à raison de l'abstention à laquelle elles s'engagent, aucun manquement ne pourra leur être reproché si des autorités de poursuite devaient requalifier l'information sensible en information privilégiée ;
- **servir de préalable à l'ouverture d'une nouvelle section dans la liste d'initiés** : dès lors que

l'information concernée acquiert les caractères d'une information privilégiée, la « liste de confidentialité et d'abstention » a vocation à être transformée en liste d'initiés (pour tout ou partie des personnes figurant sur la liste de confidentialité, selon qu'elles ont connaissance ou non des éléments conférant un caractère privilégié à l'information, les personnes concernées devant être informées de leur inscription sur la liste d'initiés) ;

- **être complétée**, lors de cette transformation, des données requises par les textes régissant le contenu des listes d'initiés. La date de basculement d'une liste à l'autre déclenche la mise en œuvre des obligations relatives au traitement de l'information privilégiée (obligation de publication immédiate ou décision de report si les conditions en sont réunies).

Par ailleurs, la consultation précitée de la Commission européenne a interrogé sur la nécessité de réduire la quantité d'informations à fournir dans le cadre des listes d'initiés ⁽³⁾. Le projet de Règlement qui l'a suivi, propose d'habiliter la Commission à établir, par la voie d'un acte délégué, une liste non exhaustive des informations pertinentes ainsi que, pour chaque information, une indication du moment auquel les émetteurs sont censés la publier ⁽⁴⁾.

Notons enfin que la Commission des sanctions de l'AMF a sanctionné une société cotée pour des manquements relatifs à la tenue et à la mise à jour de listes d'initiés. Elle a notamment relevé les manquements suivants : absence de dates et heures d'accès à l'information privilégiée, oubli d'un initié, modèle de liste d'initiés figurant à l'annexe I du règlement d'exécution non parfaitement suivi en raison de l'absence de précision de la fonction de certains inscrits et de la confusion entre leur fonction et la raison de leur inscription sur la liste, ou encore non-dissociation des deux scénarios d'acquisition dans des sections dédiées de la liste ⁽⁵⁾.

L'AMF a par ailleurs publié, dans son Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, des recommandations relatives aux mesures de prévention des manquements d'initiés, telles que la désignation d'un déontologue ou la définition de fenêtres négatives dites « périodes d'arrêt » sur les titres de l'émetteur ⁽⁶⁾ (voir page 45, 3.2.2.5 « Fenêtres négatives »).

(1) Règlement MAR, art 18(9) (tel que modifié par le *Listing Act*).

(2) ANSA, Guide pratique – Le traitement de l'information privilégiée par les émetteurs, n° 18-052, décembre 2018, page 11.

(3) Commission européenne, *Targeted consultation on the Listing Act : making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*.

(4) Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les Règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux (COM/2022/762 final) du 7 décembre 2022.

(5) Commission des sanctions de l'AMF, SAN-2023-02 du 30 janvier 2023. Pour un autre exemple, v. AMF, *Commission des sanctions*, 9 juillet 2025, SAN-2025-06.

(6) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 2.1.

2.6 DIFFUSION EFFECTIVE ET INTÉGRALE

2.6.1 DIFFUSION PAR VOIE ÉLECTRONIQUE

L'AMF a publié un Guide pratique relatif au dépôt de l'information réglementée et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021.

L'émetteur doit s'assurer de la **diffusion effective et intégrale** de l'information réglementée le concernant, à l'exception des informations relatives aux franchissements de seuils dont la diffusion est assurée par l'AMF elle-même ⁽¹⁾.

La diffusion de l'information réglementée doit être réalisée **par voie électronique**, conformément aux principes définis par le Règlement général de l'AMF qui impose une diffusion permettant d'atteindre un **public aussi large que possible**, dans des **délais aussi courts que possible** et selon des modalités garantissant **l'intégrité de l'information**. Pour ce faire, les émetteurs peuvent, à leur discrétion, choisir de diffuser eux-mêmes l'information réglementée ou décider de recourir aux services d'un **diffuseur professionnel** figurant sur une liste publiée par l'AMF, auquel cas ils sont présumés satisfaire à leur obligation de diffusion effective et intégrale ⁽²⁾.

Dans cette perspective d'accessibilité, l'AMF recommande également 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 de la société ou la page d'accueil de la rubrique « finance » ou « investisseurs ». Les comptes *corporate* de l'émetteur et de ses principales filiales doivent être bien identifiés comme tels ⁽³⁾.

La Commission des sanctions de l'AMF a récemment sanctionné une société et ses dirigeants pour avoir transmis une information privilégiée à un journaliste lors d'une interview, sans assurer une diffusion plus large au public. L'AMF a estimé que cette communication ne respectait pas les exigences de diffusion effective et intégrale de l'information réglementée ⁽⁴⁾.

Les émetteurs doivent, enfin, déposer l'information réglementée auprès de l'AMF sous format électronique, *via* l'extranet ONDE, simultanément à sa diffusion au public, sauf lorsque l'émetteur a recours à un diffuseur professionnel inscrit sur une liste publiée par l'AMF, ce dernier se chargeant directement de ce dépôt auprès de l'AMF. **Les émetteurs n'ont plus l'obligation de procéder à une communication financière par voie de presse écrite** ⁽⁵⁾. L'AMF recommande néanmoins de procéder à une telle communication selon le rythme et les modalités de présentation que les émetteurs estiment adaptés au type de titres financiers émis, à leur actionariat et à leur taille ⁽⁶⁾.

Les émetteurs dont les titres sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission sur Euronext Growth doivent aussi s'assurer de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée selon les mêmes modalités que les émetteurs cotés sur Euronext Paris ⁽⁷⁾. Il en est de même pour les émetteurs dont les titres sont inscrits sur Euronext Access (ou dont l'admission a été demandée). Notons que la Commission des sanctions de l'AMF a pu estimer que diffuser une information au détour d'un projet de résolution dans un avis de réunion du BALO ⁽⁸⁾ ne permet pas de considérer que l'information a été portée à la connaissance du public ⁽⁹⁾.

(1) Article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, mise à jour le 29 avril 2021 (§ 1.6.4.2).

(3) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, § 1.6.4.1 et § 1.6.4.2.

(4) AMF, Commission des sanctions, 25 juillet 2024, SAN-2024-08.

(5) Article 221-4 VI du Règlement général de l'AMF modifié par l'arrêté du 7 novembre 2019.

(6) Position-recommandation n° 2016-05, § 19.5, mise à jour le 28 juillet 2023.

(7) Article 221-4 du Règlement général de l'AMF.

(8) BALO (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires) : publication et section du *Journal officiel de la République française* paraissant les lundi, mercredi et vendredi et toutes les fois où l'administration des journaux officiels l'estime nécessaire. Les annonces légales qui y sont publiées sont consultables dès le jour de leur parution sur le site <https://www.journal-officiel.gouv.fr/balo/>.

(9) AMF Commission des sanctions, 13 avril 2018, SAN-2018-03.

2.6.2 PRÉVENTION DE LA DIFFUSION DE FAUSSES INFORMATIONS

L'AMF recommande notamment aux émetteurs ⁽¹⁾ :

- de **sensibiliser en interne** les équipes impliquées dans le processus de gestion de la diffusion de l'information réglementée à l'éventualité d'un faux communiqué ;
- d'envoyer simultanément aux **diffuseurs professionnels** tout communiqué adressé aux agences de presse ;
- de 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 ;
- de mettre en place des **procédures fiables** qui garantissent une transmission et un **accès sécurisés** en passant notamment par un diffuseur professionnel (sous réserve d'une gestion rigoureuse des codes d'accès permettant l'envoi des communiqués de presse à ce même diffuseur) ; de 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) ;
- de 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.) ;
- de prévoir et tenir à jour une **procédure d'urgence** permettant de réagir au plus vite (personnes impliquées, chaîne de décision, communiqué de démenti « type », connaissance de ses interlocuteurs à l'AMF et chez Euronext, etc.) ;
- de se tenir informé des nouveaux modes de piratage, d'usurpation d'identité et d'adapter les dispositifs en conséquence.

Les agences de presse auxquelles les émetteurs envoient leurs informations sont encouragées à **compléter leurs procédures opérationnelles** afin de prévenir la diffusion de fausses informations (renforcement de la vigilance sur la vérification des sources notamment).

En outre, afin de faciliter la vérification de la fiabilité des sources par les journalistes et agences de presse, l'AMF a publié une **liste indiquant le nom du diffuseur professionnel dont les services sont utilisés par chaque émetteur** dont les actions sont admises sur le marché réglementé actions d'Euronext Paris et ayant recours à ce type de prestataire ; cette liste a été mise à jour en date du 13 avril 2018. Une liste des diffuseurs professionnels ayant attesté qu'ils remplissent les critères de diffusion de l'information réglementée et les

modalités d'inscription sur la liste des diffuseurs a été établie par l'AMF le 23 décembre 2019.

À ce titre, il est à noter que la Commission des sanctions de l'AMF a condamné la société **Bloomberg** ⁽²⁾ pour avoir diffusé sur ses terminaux un communiqué contenant de fausses informations relatives à **Vinci** ayant entraîné une baisse significative du cours du titre. L'AMF a considéré que la publication n'avait pas été précédée des vérifications nécessaires de la part des journalistes et que retenir le caractère illicite de la diffusion d'informations ne traduisait pas « *une ingérence disproportionnée dans le droit à la liberté d'expression des journalistes* ». Cette sanction a été confirmée par arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 16 septembre 2021 (CA Paris, pôle 5, 7^e ch., 16 septembre 2021, n° 20/03031), selon laquelle « *la diffusion des dépêches en cause ayant été réalisée sur les terminaux de Bloomberg, ce dernier a directement participé audit manquement en tant qu'auteur de la diffusion, de sorte que sa responsabilité est engagée* ».

En outre, la Cour de cassation a admis qu'un journaliste qui, sans respecter les règles de sa profession, diffuse des informations fausses ou trompeuses sur une société cotée, provoquant une brusque chute du cours, peut être sanctionné au titre de l'abus de marché, peu important qu'il n'en ait pas tiré d'avantage ni eu l'intention d'induire le marché en erreur ⁽³⁾.

Notons, par ailleurs, parmi les **exemples récents** que la Commission des sanctions de l'AMF a sanctionné lourdement une société et son dirigeant pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur la situation de liquidité du groupe ⁽⁴⁾. Dans le même sens, dans l'affaire Pharnext, la Commission des sanctions de l'AMF a caractérisé un manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse. En effet, la société et ses dirigeants ont diffusé, à plusieurs reprises, des communications exagérément optimistes concernant l'état d'avancement de leur procédure auprès de la FDA, tout en occultant délibérément des éléments négatifs. L'AMF a estimé que ces informations ne reflétaient pas la réalité des échanges avec l'autorité américaine, ce qui constitue une manipulation de marché au sens du règlement MAR ⁽⁵⁾.

La Commission des sanctions de l'AMF a également eu l'occasion de caractériser un **manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse** lorsque l'information porte sur le chiffre d'affaires de l'émetteur, sur ses perspectives de déploiement et de développement d'une technologie présentée comme innovante ou encore sur ses opérations de financement ⁽⁶⁾.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 19.2), mise à jour le 28 juillet 2023, et communiqué AMF du 18 janvier 2024.

(2) AMF, Commission des sanctions, 11 décembre 2019, SAN-2019-17.

(3) Cour de cassation, civile, Chambre commerciale, 14 février 2024, 22-10.472, Publié au bulletin.

(4) AMF, Commission des sanctions, 7 sept. 2023, SAN-2023-13.

(5) AMF, Commission des sanctions, 20 janvier 2025, 2025-01 Pharnext.

(6) AMF, Commission des sanctions, 27 novembre 2023, décision n° 15, SAN-2023-16

2.7 ARCHIVAGE

2.7.1 SITE INTERNET DE L'ÉMETTEUR

Depuis le 1^{er} janvier 2011 et la transposition de la Directive 2007/36/CE relative à l'exercice de certains droits par les actionnaires des sociétés cotées, celles-ci doivent disposer d'un site Internet. Les émetteurs sont tenus d'afficher sur leur site Internet l'information réglementée dès sa diffusion ⁽¹⁾.

Les **obligations d'archivage de la Directive Transparence** requièrent que les rapports financiers annuels et semestriels, ainsi que le rapport sur les sommes versées aux gouvernements ⁽²⁾ restent à la disposition du public pendant dix ans. Les émetteurs doivent également respecter les obligations de l'article 17.1 du Règlement Abus de marché qui exige de conserver sur le site Internet, pour une période d'au moins cinq ans, toutes les informations privilégiées publiées.

La majorité des sociétés propose sur leur site un **espace** plus particulièrement **dédié** à la communication financière, généralement intitulé « **Finance** », « **Investisseurs** » ou « **Actionnaires** ». Cette section est soumise à une réglementation précise en matière de contenu et de mise à jour en temps réel avec les autres modes de publication de l'entreprise. L'AMF a en effet publié le 26 octobre 2016 une recommandation dans laquelle elle rappelle qu'il est essentiel que l'information publiée sur les sites Internet *corporate* soit complète, équilibrée dans sa présentation, facile d'accès et archivée pendant un délai adéquat ⁽³⁾. Elle rappelle également que l'exigence réglementaire d'une information exacte, précise et sincère s'applique aux informations diffusées sur le site Internet des émetteurs.

Afin d'accompagner les sociétés dans la gestion de leur site Internet, l'AMF a par ailleurs formulé un certain nombre de bonnes pratiques dont elle recommande l'application :

- **accessibilité** à l'information publiée : l'AMF recommande de **limiter le nombre de clics** pour avoir accès à l'information (utilisation de menus déroulants, adoption d'une pratique de liens précis avec le lieu où se trouve l'information recherchée, etc.) et de faciliter l'accès aux informations les plus consultées par les investisseurs (établissement d'un glossaire recensant les mots-clés les plus souvent utilisés, rendre directement accessibles sur le site principal de la société les rubriques « Investisseurs » ou « Actionnaires » et leurs sous-rubriques, etc.) ;
- **mise à jour** des informations figurant sur le site Internet et ses modalités : l'AMF recommande de dater, voire

d'**horodater** (par exemple, en heure GMT) les informations les plus sensibles afin de permettre au lecteur d'en identifier la séquence et donc le degré de pertinence. Elle recommande notamment cette pratique lorsque les sociétés publient sur leur site les notes des agences de notation, les notes d'analyse ou le consensus les concernant. Elle préconise également de mettre en place des procédures permettant de répondre à l'obligation de synchronisation de la diffusion des communiqués à la presse et leur publication sur leur site ;

- **archivage** des informations publiées : il est recommandé de prévoir un temps d'archivage **suffisamment long** pour les informations sensibles non constitutives d'une information privilégiée (informations réglementées, informations des Assemblées générales), d'adopter une politique stable et harmonisée dans le temps par type d'information afin de respecter le principe d'information sincère et de renvoyer au site centralisé d'archivage national pour les informations qui ne sont plus en ligne.

Par ailleurs, on observe les pratiques suivantes au sein des sites Internet des sociétés cotées qui visent à :

- faciliter l'accès au **calendrier financier** à jour et au dernier communiqué de presse ;
- présenter le **cours de Bourse**, quasiment en temps réel, ainsi que l'historique des données boursières (cours le plus haut, cours le plus bas, volume de transactions, évolution des performances, etc.) ;
- privilégier des libellés et des **textes compréhensibles** ;
- prévoir, éventuellement, un **glossaire** et une « **FAQ** » sur les questions les plus courantes ;
- inclure la **possibilité de contacter** la Direction de la Communication financière (adresse électronique, coordonnées téléphoniques) ;
- proposer un **moteur de recherche** efficace et des fonctionnalités techniques (inscription à des alertes ou à la réception de documents, liens vers des réseaux sociaux, etc.) ;
- sensibiliser les équipes informatiques à la nécessité de mettre en place une **architecture** qui facilite la maintenance et la mise à jour de l'information financière ;
- plus généralement, faciliter l'accès au site selon d'autres modes d'accès que l'ordinateur (smartphone, tablette) grâce à une **ergonomie ad hoc**.

(1) Article 221-3 II du Règlement général de l'AMF ; cf. également la Section 1.3.3 de la position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021).

(2) Pour ces trois documents, cf. respectivement les articles L. 451-1-2 I et L. 451-1-2 III du Code monétaire et financier, et L. 22-10-37 du Code de commerce.

(3) Recommandation n° 2016-08, mise à jour le 29 avril 2021 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.6.4.1.

2.7.2 STOCKAGE CENTRALISÉ

La Direction de l'Information légale et administrative assure par ailleurs le stockage centralisé et l'archivage de l'information réglementée sur le site www.info-financiere.fr pour une durée de dix années. Poursuivant l'objectif de transparence financière, un point d'accès européen unique pour les données financières et extra-financières des sociétés cotées (*European Single Access Point* – ESAP) a été

créé par la publication du Règlement (UE) 2023/2859 du 13 décembre 2023 établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité. La plateforme ESAP doit être établie (puis gérée) par l'ESMA au plus tard à compter du 10 juillet 2027.

2.7.3 ESEF ET XBRL

La Directive Transparence révisée (Directive 2013/50/UE), complétée notamment par le Règlement délégué (UE) 2016/1437, prévoit un mécanisme d'**archivage des rapports financiers annuels centralisé au niveau européen** (le point d'accès électronique européen). Son objectif est de faciliter l'accès à l'information financière et la comparabilité des comptes des sociétés. Un Règlement délégué de la Commission établit un format électronique unique européen (*European Single Electronic Format*) ⁽¹⁾. Celui-ci a été modifié par le règlement délégué (UE) 2022/2553 de la Commission en ce qui concerne la mise à jour de la taxonomie. En outre, un communiqué de l'AMF a été publié sur ce sujet afin de préciser les obligations à la charge de l'émetteur ⁽²⁾.

Les états financiers consolidés IFRS contenus dans ces rapports doivent être libellés en utilisant le **format XBRL** pour les exercices ouverts depuis le 1^{er} janvier 2021 pour les états financiers primaires : bilan, compte de résultat et tableau des flux de trésorerie. Les notes annexes aux états financiers au titre des exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2022 doivent être balisées à l'aide des balises XBRL globales.

Par ailleurs, l'ESMA, dans la recommandation 1.2.2. de son manuel de *reporting* ⁽³⁾, indique qu'un émetteur peut **créer un élément de taxonomie avec les attributs XBRL appropriés** (nom, étiquette et caractéristiques) si une information de ses états financiers IFRS correspond à un élément de la taxonomie IFRS, mais qu'elle n'est pas encore incluse dans la nomenclature de la taxonomie ESEF.

L'accès aux informations réglementées a été précisé dans le Règlement délégué (UE) 2016/1437 du 19 mai 2016 de la Commission.

La directive CSRD précise que les entreprises tenues de transmettre des informations en matière de durabilité doivent communiquer cette information conformément au format d'information électronique prévu par le règlement délégué (UE) 2019/815 de la Commission, à savoir sous le format ESEF ⁽⁴⁾. Toutefois, la Commission européenne a annoncé que le format ESEF ne serait pas applicable pour l'exercice 2024 en l'absence de texte publié dans les délais requis.

Notons que l'ESMA souligne certains **points de vigilance** relatifs à l'application du format ESEF, notamment concernant le **balisage** des états financiers ⁽⁵⁾.

L'instruction de l'AMF DOC-2019-21 sur les modalités de dépôt et de publication des prospectus a été mise à jour en février 2025 sur les modalités de dépôt des documents d'enregistrement universels. Ces modifications ont été apportées à la suite de l'entrée en vigueur (i) du premier volet du *Listing Act* et (ii) de la directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 en ce qui concerne la **publication d'informations en matière de durabilité** par les entreprises (ci-après, la « Directive CSRD »). Lorsqu'un émetteur dépose auprès de l'AMF un DEU valant RFA, il est déposé au format ESEF - XHTML dans les conditions précisées dans l'instruction AMF DOC-2019-21.

Depuis le 1^{er} juillet 2023, les émetteurs peuvent, s'ils le souhaitent, déposer leur rapport financier semestriel au format ESEF (*European Single Electronic Format*), renforçant l'harmonisation du reporting au niveau européen. Un standard numérique obligatoire qui facilite l'analyse automatisée des états financiers et leur comparabilité au niveau européen ⁽⁶⁾.

(1) Règlement délégué (UE) 2020/1989 de la Commission du 6 novembre 2020 modifiant le Règlement délégué (UE) 2019/815 en ce qui concerne la mise à jour 2020 de la taxonomie établie dans les normes techniques de réglementation précisant le format d'information électronique unique tel que modifié par le Règlement délégué (UE) 2022/2553 de la Commission du 21 septembre 2022 modifiant les normes techniques de réglementation fixées par le Règlement délégué (UE) 2019/815 en ce qui concerne la mise à jour 2022 de la taxonomie précisant le format d'information électronique unique.

(2) Communiqué de l'AMF du 2 février 2024 - Le format électronique unique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels.

(3) ESMA, Manuel de *reporting*, Préparation des rapports financiers annuels au format ESEF (mis à jour en juillet 2024).

(4) Article 29 quinquies de la Directive (UE) 2022/2464 du Parlement Européen et du conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n° 537/2014 et les Directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises ; articles R. 232-8-6 et R. 233-16-5 du Code de commerce à compter du 1^{er} janvier 2025.

(5) Recommandation DOC-2024-05 : Arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers

(6) AMF, Le format électronique unique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels, 19 février 2025.

2.8 LANGUE

2.8.1 HARMONISATION EUROPÉENNE

L'internationalisation des marchés financiers avec une base actionnariale géographiquement diversifiée, la cotation de certains émetteurs sur plusieurs marchés (multi-cotation) ou encore la réalisation d'opérations financières transfrontalières ont posé la question du régime linguistique des documents d'information publiés par les émetteurs.

La nécessité de procéder à une traduction de ces documents peut constituer une contrainte importante pour les émetteurs et freiner leur accès aux places financières étrangères. Dans le même temps, afin d'assurer la bonne information des investisseurs, il est nécessaire que les informations diffusées par un

émetteur sur une place financière le soient dans une **langue accessible et compréhensible par les investisseurs concernés**.

Afin de favoriser la circulation des capitaux au sein de l'Union européenne et de l'Espace économique européen tout en garantissant la bonne information des investisseurs, le législateur européen est venu harmoniser le régime linguistique des différents documents d'information publiés par les émetteurs.

Les principes posés au plan européen – d'une articulation souvent complexe – ont été transposés au plan interne par l'AMF dans son Règlement général.

2.8.2 LANGUE DE L'INFORMATION RÉGLEMENTÉE (1)

L'AMF a rappelé que toutes les sociétés cotées ayant **l'AMF comme autorité compétente** pour le contrôle de leur information réglementée peuvent publier cette information soit **en français**, soit dans une langue usuelle en matière financière.

Lorsqu'une société de droit français décide d'adopter l'anglais comme langue pour ses informations périodiques, elle devra néanmoins produire annuellement des comptes en français pour se conformer à ses obligations légales de dépôt au greffe du tribunal de commerce (ou le cas échéant au greffe du tribunal des activités économiques) compétent (2).

L'AMF recommande que le choix de la langue de l'information périodique soit **cohérent dans la durée et au regard de la stratégie actionnariale** mise en place par la société.

Outre une éventuelle publication en anglais, l'AMF recommande également aux sociétés qui ont dans leur actionnariat un large public de particuliers français de publier leurs informations périodiques en français (3).

Lorsque l'AMF n'est pas l'autorité compétente pour contrôler l'information réglementée publiée par un émetteur et que des titres de cet émetteur sont admis à la négociation sur un marché réglementé français, l'information réglementée publiée en France devra être rédigée soit en français, soit dans une autre langue usuelle en matière financière. Certains émetteurs de taille moyenne publient des versions anglaises de leur document d'enregistrement universel après que la version française a été déposée auprès de l'AMF (voir page 22, 2.2 « Egalité d'information entre les investisseurs »).

2.8.3 LANGUE DU PROSPECTUS (4)

L'adoption du Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 (« **Règlement Prospectus 3** ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières a modifié substantiellement les règles régissant le dépôt d'un prospectus, les cas et seuils de dérogations, les documents à fournir et leur contenu. L'essentiel de ces règles est entré en application le 21 juillet 2019. Il a abrogé la Directive 2003/71/CE et a été complété par les Règlements délégués n° 2019/979 et n° 2019/980.

L'ensemble de ces règles est présenté par l'AMF dans son Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers du 17 juin 2020 (mis à jour le 14 février 2023) intégrant également sa doctrine.

(1) Article 221-2 du Règlement général de l'AMF.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 17), mise à jour le 29 avril 2021.

(3) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 17).

(4) Section 4 de la position-recommandation AMF n° 2020-06 du 17 juin 2020, mise à jour le 29 avril 2021.

En application du Règlement Prospectus 3, l'article 212-12 du Règlement général de l'AMF dispose que la langue acceptée par l'AMF pour **l'établissement et la mise à jour d'un prospectus ou d'un URD est le français ou l'anglais**. Lorsque le prospectus est rédigé dans une langue autre que le français, **le résumé doit être traduit en français**, sauf dans les hypothèses suivantes :

- en cas d'offre au public de titres financiers faite dans un ou plusieurs États membres de l'Union européenne autres que la France et ne donnant pas lieu à une admission aux négociations sur un marché réglementé en France ;
- en cas d'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé sollicitée dans un ou plusieurs États membres de l'Union européenne autres que la France et ne donnant pas lieu en France à une offre autre que (i) un placement privé, (ii) une offre de titres financiers dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100 000 euros, (iii) une offre à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un montant total d'au moins 100 000 euros par investisseur et par offre distincte ou (iv) une offre relevant du financement participatif et remplissant les conditions prévues à l'article L. 411-2, 2° du Code monétaire et financier ;
- en cas d'admission de titres de capital aux négociations sollicitée sur le compartiment professionnel du marché réglementé.

Dans une optique de simplification, le **Listing Act** permettra à compter du 5 juin 2026, à l'émetteur de publier son prospectus soit uniquement dans la langue de l'État membre d'origine, soit dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'État membre d'origine, soit dans une langue usuelle de la sphère financière internationale. L'autorité compétente d'un État membre pourra néanmoins exiger que le prospectus relatif à des titres offerts uniquement dans l'État membre en question soit établi dans une langue acceptée par elle ⁽¹⁾. L'ESMA publiera une liste des langues acceptées par les autorités compétentes de chaque État membre.

En pratique, pour les émetteurs offrant leurs titres en France, cette disposition ne devrait emporter que des conséquences mineures.

Une **offre au public de titres financiers** (défini à l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier par renvoi à la définition du Règlement (UE) 2017/1129° est constituée :

- soit d'une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes. Elle doit présenter une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un

investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières ;

- soit d'un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers. Ce terme de « placement financier » regroupe l'ensemble des techniques utilisées pour vendre une quantité importante de titres sur le marché. Les introductions en Bourse, la cession de blocs et les augmentations de capital ainsi que les émissions obligataires publiques sont les quatre grandes opérations de placement de titres financiers.

La réalisation d'une offre au public ou d'une admission aux négociations sur un marché réglementé met à la charge de l'émetteur des obligations spécifiques, notamment en termes d'information financière, sauf dans les cas de dispense et d'exemption expressément prévus par la réglementation ⁽²⁾.

Lorsque l'offre au public est également réalisée sur le territoire d'un ou plusieurs autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'EEE, le prospectus doit être mis à la disposition des autorités de régulation de ces autres États, au choix de l'émetteur concerné, soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes de ces États membres, soit dans une langue usuelle en matière financière, ces dernières pouvant seulement exiger une traduction du résumé du prospectus dans leur langue officielle ⁽³⁾.

Les conditions définitives sont rédigées dans la même langue que celle du prospectus « de base » approuvé, tout comme le résumé de l'émission individuelle ⁽⁴⁾. Ainsi, lorsqu'un émetteur a communiqué à l'AMF les conditions définitives du prospectus de base, le résumé de l'émission individuelle figurant à l'annexe des conditions définitives doit être rédigé en français ⁽⁵⁾. Toutefois, à compter du 5 juin 2026, ce résumé de l'émission individuelle devra être disponible soit dans la langue officielle de l'État membre d'origine, soit dans au moins une de ses langues officielles, soit dans une autre langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre ⁽⁶⁾.

Enfin, sur le fondement de l'article 212-13 du Règlement général de l'AMF, lorsqu'un émetteur dépose ou fait approuver un document d'enregistrement universel (DEU – ou *Universal Registration Document, URD* – voir page 93, 3.5 « Document d'enregistrement universel ») en français auprès de l'AMF, il peut également déposer ou faire approuver ce document dans une langue usuelle en matière financière. Dans ce cas, les actualisations successives sont rédigées en français et dans la même langue usuelle en matière financière.

L'AMF précise toutefois qu'une société de droit français, qui inclut le rapport de gestion dans son DEU et souhaite l'utiliser pour le dépôt au greffe, devra élaborer ce document en français ; le Code de commerce prévoit en effet que les comptes et le rapport de gestion soit en français ⁽⁷⁾.

(1) Règlement (UE) 2024/2809, art. 1er (21)(a).

(2) Article 1 par. 3, 4, 5 et article 3 par. 2 du Règlement (UE) 2017/1129, articles L. 411-2 et L. 411-2-1 du Code monétaire et financier, article 211-2 du Règlement général de l'AMF.

(3) Règlement (UE) 2017/1129, art. 27 (2)

(4) Règlement (UE) 2017/1129, art. 27(4).

(5) Article 212-12 du Règlement général de l'AMF.

(6) Règlement (UE) 2024/2809, art. 1er (21)(c).

(7) AMF, position-recommandation n° 2020-06 du 17 juin 2020, mise à jour le 29 avril 2021.

2.8.4 AUTRES INFORMATIONS DIFFUSÉES PAR L'ÉMETTEUR

Concernant la langue, il n'existe pas de réglementation spécifique applicable aux autres informations qui pourraient être diffusées par un émetteur de sa propre initiative, en dehors notamment de ses obligations en cas d'offre au public ou de demande d'admission sur un

marché réglementé et celles concernant l'information réglementée (présentations diverses aux analystes et investisseurs, par exemple : voir page 137, 4.2 « Relations avec les analystes et investisseurs institutionnels »).

3.

Cadre réglementaire et pratiques associées

3.1 Calendrier	40	3.5 Document d'enregistrement universel	93
3.1.1 Obligations légales	40	3.5.1 Définition	93
3.1.2 Recommandations et pratiques	41	3.5.2 Textes de référence	93
3.1.3 Communication du calendrier	41	3.5.3 Guides d'élaboration	94
3.1.4 Coordination des calendriers	41	3.5.4 Contenu	94
3.2 Organisation dans l'entreprise	42	3.5.5 Articulation avec les autres publications annuelles	96
3.2.1 Validation des informations dans l'entreprise	42	3.5.6 Structure	98
3.2.2 Confidentialité et fiabilité des données	43	3.5.7 Responsabilité	98
3.3 Publications périodiques	46	3.5.8 Contrôle par les commissaires aux comptes	98
3.3.1 Enjeu des publications périodiques	46	3.5.9 Procédure de revue par l'AMF	99
3.3.2 Résultats annuels	47	3.5.10 Amendements	99
3.3.3 Résultats semestriels	52	3.5.11 Modalités de diffusion et d'archivage	99
3.3.4 Informations trimestrielles ou intermédiaires	53	3.5.12 Rapport intégré	100
3.3.5 Éléments liés aux publications financières périodiques	54	3.5.13 Honoraires des commissaires aux comptes	101
3.3.6 Publication d'informations prospectives ou estimées	57	3.6 Assemblée générale	101
3.3.7 Rapport sur le gouvernement d'entreprise	61	3.6.1 Objet	101
3.3.8 Rapport annuel présenté à l'Assemblée générale des actionnaires	69	3.6.2 Préparation en amont de l'Assemblée générale	102
3.3.9 Information sur la responsabilité sociétale et environnementale (« RSE »)	71	3.6.3 Tenue de l'Assemblée générale	105
3.3.10 Plan de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre	79	3.6.4 Communication à l'issue de l'Assemblée générale	110
3.3.11 Événements relatifs à l'actionnariat	80	3.7 Opérations de fusions-acquisitions	111
3.3.12 Rachat et/ou cession par l'émetteur de ses propres titres	81	3.7.1 Acquisition et cession	111
3.3.13 Contrat de liquidité	84	3.7.2 Fusion, scission (<i>spin-off</i>), apport d'actifs	114
3.3.14 Risques et litiges	84	3.7.3 Offre publique	116
3.4 Information permanente	87	3.8 Opérations financières	122
3.4.1 Composition des organes de direction, d'administration ou de surveillance	87	3.8.1 Obligations liées à l'offre au public de titres financiers	122
3.4.2 Événements liés à l'activité de l'entreprise	88	3.8.2 Augmentation de capital et autres émissions de titres donnant accès au capital	125
3.4.3 Franchissement de seuils	89	3.8.3 Contrat de financement, dette et titrisation	128
3.4.4 Rumeurs et fuites	91	3.8.4 Introduction en Bourse (IPO)	130
3.4.5 Communication financière en période de crise	92		

Les nouveautés sont identifiées par un texte surligné

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

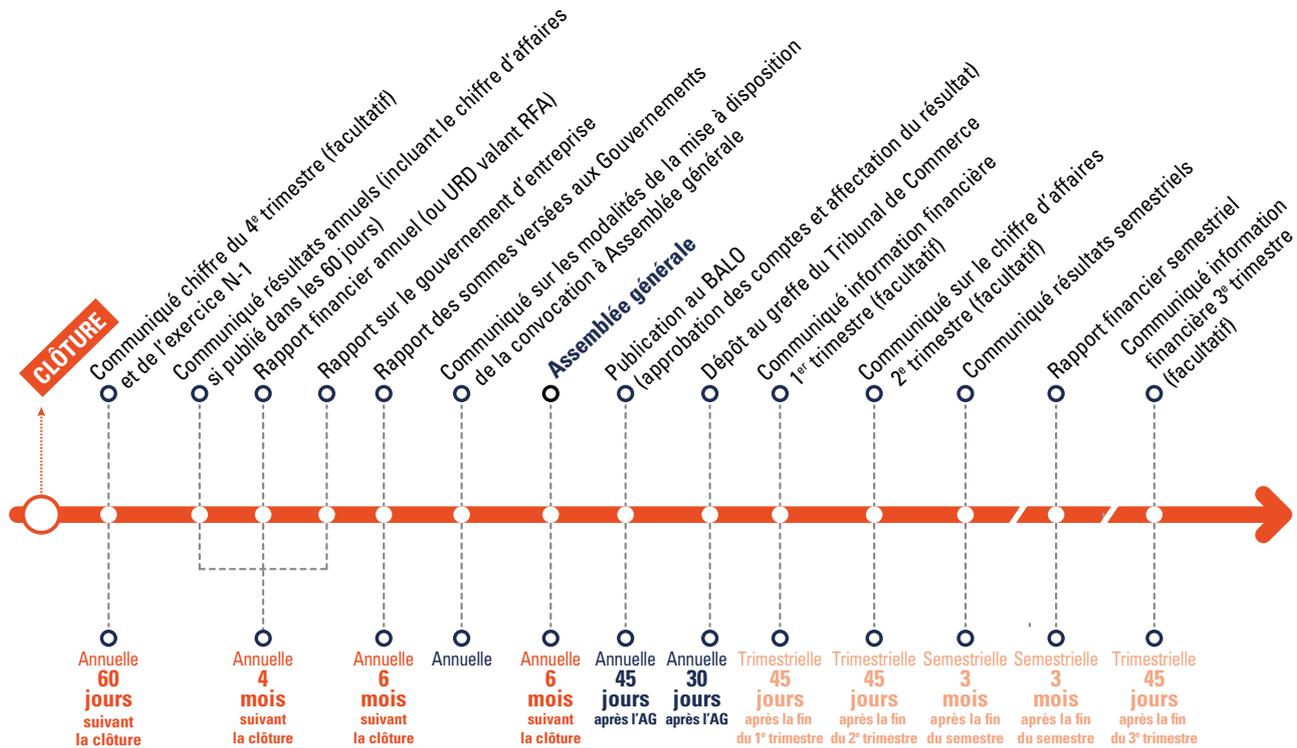
CALENDRIER

3.1 CALENDRIER

3.1.1 OBLIGATIONS LÉGALES

Le calendrier de la communication financière est déterminé par les **obligations légales** de publication, détaillées ci-après, et par les **capacités des systèmes d'information** des entreprises à fournir dans un délai donné une information chiffrée exacte, précise et sincère.

Calendrier réglementaire de communication financière pour un exercice clos le 31 décembre



Au calendrier périodique, il pourra convenir d'ajouter un **calendrier spécifique, en particulier dans le cadre d'une opération financière**. Ce dernier sera publié de manière à informer des étapes de l'opération : engagements juridiques, autorisation du Conseil, information auprès des Instances Représentatives du Personnel, etc.

3.1.2 RECOMMANDATIONS ET PRATIQUES

Le calendrier de la communication financière revêt une importance particulière car c'est autour de lui que s'articule une large partie des activités de l'entreprise, qu'il s'agisse de l'agenda de la Direction générale (publications, événements et déplacements liés à la communication financière), du Conseil d'administration (tenue des Conseils), des remontées d'information comptable et de contrôle de gestion (analyse des éléments chiffrés), voire de rémunération des vendeurs (fondées sur le chiffre d'affaires de leur zone). Il s'agit donc d'un élément structurant, à planifier soigneusement et plusieurs années à l'avance.

Le calendrier légal est donc adapté en fonction d'autres facteurs, incluant notamment :

- l'agenda du management, des acteurs des marchés financiers ainsi que les dates de publication des autres émetteurs, principalement du même secteur ;
- d'autres contraintes de calendrier et horaires (ouverture des marchés éventuellement, jours fériés dans les pays étrangers où l'entreprise est cotée ou bien où elle compte des actionnaires significatifs, etc.) ;

- la simultanéité avec d'autres événements organisés par l'entreprise ou bien auxquels elle participe (salons professionnels, conventions, conférences organisées par des *brokers*, etc.) ;
- des considérations de type « logistique », telles que la disponibilité de prestataires ou de salles de réunion.

L'accélération dans la séquence de publication des résultats annuels et semestriels au fil des ans a conduit à une concentration de nombreuses publications sur des périodes de plus en plus restreintes. La pratique actuelle montre, pour les grandes valeurs de la cote, un volume important de publications annuelles pour un exercice clos le 31 décembre au cours du mois de février : en 2025, on note ainsi que fin février, 88 % des sociétés du CAC Large 60 clôturant leur exercice au 31 décembre ont publié leurs résultats 2024 (source *benchmark* Cliff). Les sociétés présentant des comptes trimestriels publient le 1^{er} trimestre autour du 30 avril, le 2^e autour du 30 juillet et le 3^e autour du 30 octobre.

Cependant, certaines sociétés ne disposent pas encore d'un processus de consolidation qui leur permette de publier aussi rapidement.

3.1.3 COMMUNICATION DU CALENDRIER

L'AMF recommande aux émetteurs de définir et de publier leur calendrier prévisionnel de communication financière, précisant les dates des différentes publications périodiques et les raisons justifiant le choix de ces dernières, **dans leur rapport annuel et sur leur site Internet dans une rubrique clairement identifiée**. Il est aussi recommandé de publier ce calendrier dans un communiqué de presse. En pratique, on observe qu'une majorité d'émetteurs mentionnent l'intégralité de l'agenda des publications périodiques d'une année entière quelques mois à l'avance sur leur site Internet. De plus, dans les communiqués de résultats annuels 2024 publiés par les sociétés du CAC Large 60 début 2025, 68 % des sociétés mentionnaient un agenda comprenant au moins la date de leur prochaine publication périodique (source *benchmark* Cliff). Le calendrier peut également intégrer d'autres événements de communication financière tels par exemples des

Capital markets days ou *Investor Days*, voir page 141, 4.2.6 « Journées investisseurs »).

L'AMF recommande aux émetteurs d'annoncer la date de l'assemblée de l'année N+1, voire de l'année N+2, à l'issue de l'assemblée de l'année N et de publier cette date sur leur site Internet dans la rubrique relative au calendrier de leurs communications financières ainsi que dans la rubrique consacrée à leur assemblée générale ⁽¹⁾.

En cas de **modification d'une ou plusieurs dates** initialement communiquées, il conviendra d'apprécier la nécessité d'un communiqué de presse (s'agissant du cas particulier de la modification de la date de paiement du dividende, voir page 109, 3.6.3.5, « Dividendes »).

Dans tous les cas, le calendrier de communication devra être mis à jour chaque année ⁽²⁾.

3.1.4 COORDINATION DES CALENDRIERS

Dans le cas particulier de sociétés disposant de **filiales cotées**, il est important de **veiller à l'articulation des calendriers de communication financière** ; chaque cas pouvant être spécifique (en fonction du contrôle de la filiale, de son secteur, de sa capitalisation boursière, du flottant et de son poids dans le résultat global), il paraît

impératif soit de publier de manière simultanée, soit que la filiale cotée communique après la société mère. Si cela n'est pas possible, notamment dans le cas de participation minoritaire, il est souhaitable de respecter au minimum une coordination des communications financières.

(1) Recommandation AMF n°2012-05 – Les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées, mise à jour le 29 avril 2021.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

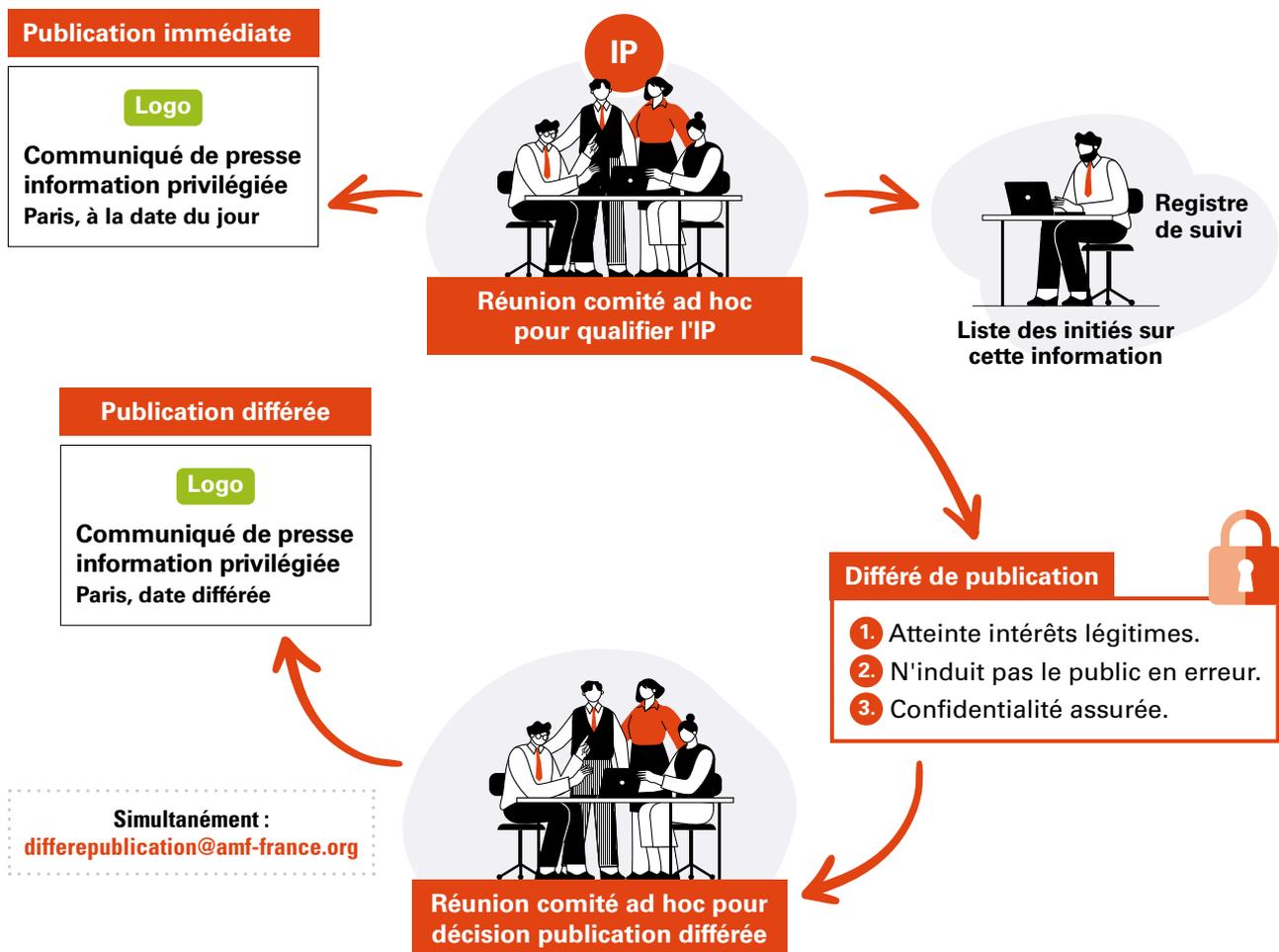
ORGANISATION DANS L'ENTREPRISE

3.2 ORGANISATION DANS L'ENTREPRISE

3.2.1 VALIDATION DES INFORMATIONS DANS L'ENTREPRISE

L'existence d'un **Comité de validation** des informations avant publication, composé généralement de représentants de la Direction générale, de la Direction financière, de la Direction juridique, de la Direction de la Communication (relations presse) et de l'*Investor Relations*, permet de valider l'information à publier et d'assurer sa cohérence. De plus, afin de répondre aux exigences du Règlement Abus de marché (voir page 25, 2.5 « Obligation de communiquer au marché les informations privilégiées »), un « Comité Information

Privilégiée » peut être composé des mêmes représentants, **chargés d'identifier les informations privilégiées et de décider de leur publication immédiate ou différée** ; dans ce second cas, ce Comité devra s'assurer du respect des trois conditions requises pour le différé et du suivi des obligations afférentes (voir page 26, 2.5.2 « Communiquer dès que possible » et page 29, 2.5.5 « Tenir des listes d'initiés »). Selon le Baromètre Cliff 2021 sur les fonctions IR, 70% des entreprises disposent d'un tel comité.



3.2.2 CONFIDENTIALITÉ ET FIABILITÉ DES DONNÉES

3.2.2.1 Sécurisation des données et des informations à publier

Il est essentiel pour la Direction générale de l'entreprise de s'assurer de la **protection des données (financières et, le cas échéant, en matière de durabilité)** au moment de leur remontée pour consolidation et avant leur diffusion à l'extérieur, dans le cadre de l'information périodique ou permanente, ainsi que de toute information privilégiée. À cet égard, un **audit régulier** des processus de remontée, de validation et de contrôle des chiffres s'avère indispensable.

L'AMF recommande d'améliorer la qualité et la transparence de l'information financière, notamment **en renforçant les processus internes d'élaboration des comptes** ⁽¹⁾. L'AMF invite les sociétés à anticiper les mises à jour nécessaires de leurs systèmes d'information et de leurs processus internes pour se conformer aux nouvelles normes, telles que la **norme IFRS 18** sur la présentation et les informations à fournir dans les états financiers, applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2027.

3.2.2.2 Charte de Communication Financière (*Corporate Disclosure Policy*)

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 connaissance, 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.

Pour ce faire, l'*Investor Relations* propose et fait valider, auprès du Comité exécutif ou du Comité de direction, une Charte de Communication Financière ou *Corporate Disclosure Policy*.

Ce document a pour objectif de fixer le **cadre dans lequel devra s'inscrire la communication financière**. Une telle charte devrait impérativement mentionner :

- les noms et coordonnées des porte-parole de l'entreprise ;
- la conduite à tenir par les responsables opérationnels et les salariés en général, en interne comme en externe, et notamment *via* l'utilisation des réseaux sociaux ;
- les modalités de publication de l'information (périodes de *reporting*, *quiet periods*, etc.) ;
- le processus de validation des informations quant à la décision ou non de communiquer, la détermination du contenu, la vérification de l'exactitude des faits, le *timing* de publication.

Selon le Baromètre Cliff 2021 sur les fonctions IR, 80 % des entreprises ont établi une telle charte.

3.2.2.3 Code de déontologie boursière

L'AMF recommande aux émetteurs, d'une part, de formaliser dans un document écrit, sous la forme de procédures ou d'un Code de déontologie, **les mesures prises et les obligations qui incombent aux personnes, dirigeants ou non, qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées** et, d'autre part, 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 ponctuelles liées à une opération financière qui prennent la forme d'une procédure de prévention spécifique ⁽²⁾.

Ce Code doit rappeler la définition de l'information privilégiée, décrire les mesures mises en place par la société et informer sur les **dispositions légales et réglementaires** en vigueur ainsi que les **sanctions encourues**. À ce titre, les sociétés doivent mettre en œuvre des procédures internes adéquates leur permettant de justifier ultérieurement auprès de l'AMF que les trois conditions requises par le Règlement Abus de marché pour pouvoir différer la publication de l'information privilégiée étaient bien remplies (voir page 26, 2.5.2 « Communiquer dès que possible »).

Une **évaluation de l'application** et de l'efficacité du Code de déontologie doit également être réalisée par la société, qui procédera à son **actualisation régulière**.

En pratique, la Charte de Communication Financière et le Code de déontologie boursière peuvent être distincts ou regroupés en un document unique.

3.2.2.4 Quiet period et période d'« embargo »

3.2.2.4.1 Définition de la *quiet period*

La *quiet period* est une pratique d'origine américaine, notamment encadrée par la *Securities and Exchange Commission* (SEC), consistant à instaurer des **périodes de temps pendant lesquelles la communication d'un émetteur et/ou la diffusion d'informations portant sur cet émetteur sont limitées**. Cette *quiet period* ne fait pas l'objet d'une définition officielle et recouvre principalement deux cas de figure :

- la *quiet period* peut désigner la période précédant et/ou suivant la réalisation d'une opération sur les titres d'un émetteur (et notamment les premières semaines d'une introduction en Bourse) pendant laquelle les prestataires ayant participé ou s'appêtant à participer à l'opération concernée (et notamment les membres

(1) Recommandation AMF n°2024-05, Arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers, 25 octobre 2024.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 2.1.2.2

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ORGANISATION DANS L'ENTREPRISE

d'un syndicat de placement) s'abstiennent de publier et/ou diffuser des analyses sur la société objet de l'opération. La *quiet period*, également qualifiée en ces circonstances de *black-out period*, vise alors à prévenir les potentiels conflits d'intérêts (voir page 130, 3.8.4.3 « Aux différentes étapes de l'introduction ») ;

Il n'existe pas, à notre connaissance, de position officielle de l'AMF sur de telles *quiet periods* imposées aux analystes le temps du déroulement d'opérations sur les titres d'un émetteur, sans préjudice des règles existantes relatives à la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière (voir à titre indicatifs les anciens articles 313-20 et s. du Règlement général de l'AMF notamment) et de recommandations d'investissement (article 20 du Règlement Abus de marché) et plus largement des règles applicables aux abus de marché.

- la *quiet period* peut également désigner la période pendant laquelle un émetteur s'abstient de communiquer en amont de la publication de ses résultats. La *quiet period* vise alors davantage à prévenir toute fuite d'information privilégiée qui violerait les principes de la réglementation *Fair Disclosure (Regulation FD)* instaurée par la SEC en octobre 2000 (l'AMF qualifie cette période "d'embargo").

3.2.2.4.2 Mise en œuvre de la *quiet period*

L'AMF a émis une recommandation particulière sur l'instauration de périodes (appelées ici *quiet period*) **en amont de l'annonce des résultats annuels, semestriels et, le cas échéant, des résultats ou informations trimestriels**, au point 1.6.1 de son Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (1). Au cours de cette période, les émetteurs s'abstiennent de contacts avec les analystes et les investisseurs, et, en particulier, se refusent à donner aux analystes financiers et aux investisseurs des informations nouvelles sur la marche de leurs affaires et leurs résultats pour ne pas prendre le risque de divulguer une information privilégiée. Les principaux responsables de l'entreprise, y compris opérationnels, susceptibles d'être sollicités doivent être sensibilisés à cet impératif.

Cela vaut également pour les entretiens que les dirigeants pourraient accorder aux médias. Il est recommandé aux entreprises d'adapter cette pratique à leurs spécificités, **cette période pouvant aller de deux semaines à un mois** avant la publication de leurs résultats ou chiffre d'affaires. En pratique, selon le Baromètre Cliff 2023 sur l'organisation des publications de résultats annuels, la durée moyenne de la *quiet period*

en amont des résultats annuels est de 30 jours. Les sociétés doivent définir et informer le marché de la période maximale couvrant l'ensemble du processus de centralisation et de compilation de l'information financière afin de ne pas interrompre exagérément le nécessaire dialogue avec les analystes et investisseurs.

Il est utile que les dates de début et de fin de ***quiet period*** figurent **dans le calendrier de communication financière sur le site Internet** (voir page 41, 3.1.3 « Communication du calendrier »). À titre indicatif, 21 % des émetteurs représentés au Cliff mentionnent ces dates sur leur site Internet début 2025.

3.2.2.4.3 *Quiet period* et activisme

En outre, l'AMF a fait évoluer sa doctrine en 2021 afin d'encadrer davantage l'activisme actionnarial (2). La recommandation relative à la *quiet period* sur les résultats a été modifiée et précise désormais que **la *quiet period* n'empêche toutefois pas l'émetteur 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.

3.2.2.4.4 *Quiet period* et information permanente

Ces pratiques ne dispensent cependant pas l'émetteur de **communiquer au marché des informations ponctuelles** sur tout fait important survenu pendant cette période et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours dans le cadre de l'information permanente (voir page 19, 2.1.3 « Information permanente »).

3.2.2.4.5 Pratique de l'embargo

Il convient de ne pas confondre la notion d'embargo telle que définie par l'AMF avec celle d'« **embargo** » **développée par la pratique et associée à la période de quelques heures au début de laquelle un communiqué a été remis à des journalistes** (afin qu'ils puissent analyser l'information avant que le communiqué en question ne soit diffusé pour leur permettre de rendre public leur travail très rapidement après sa diffusion). Cette pratique, adoptée par la moitié des sociétés selon le Baromètre Cliff 2023 sur l'organisation des publications de résultats annuels, ne répond toutefois pas à un cadre juridique propre (au-delà de la réglementation applicable aux abus de marché) et ne fait pas l'objet de recommandations de l'AMF.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 (mise à jour le 29 avril 2021).

(2) AMF – Activisme actionnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine, 17 mars 2021. Ces modifications ont été intégrées à la position-recommandation AMF n° DOC-2016-08 (Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée - mise à jour le 29 avril 2021) et à la recommandation AMF n° DOC-2012-05 (Les Assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées).

3.2.2.5 Fenêtres négatives (ou « périodes d'arrêt ») applicables à certaines personnes

3.2.2.5.1 Définition des fenêtres négatives

Le Règlement Abus de marché ⁽¹⁾ prévoit l'**interdiction** pour toute personne exerçant des responsabilités dirigeantes auprès d'un émetteur de réaliser des **transactions** se rapportant aux actions ou à des titres de créance de l'émetteur pendant une période d'arrêt de **trente jours calendaires minimum** avant la publication des communiqués d'annonce des résultats annuels et semestriels ⁽²⁾.

L'AMF recommande aussi, dans son Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, d'instaurer des fenêtres négatives de **quinze jours calendaires minimum** avant la publication d'une information financière trimestrielle ou intermédiaire (voire des comptes trimestriels ou intermédiaires).

3.2.2.5.2 Personnes concernées

Sont visés par cette interdiction :

- **tous les dirigeants** (membres du Conseil d'administration, directeur général, directeur général délégué, membres du Conseil de surveillance, membres du Directoire) ; et
- **tous les responsables de haut niveau**, c'est-à-dire les personnes qui disposent d'un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'entreprise et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise.

Par ailleurs, l'AMF recommande d'étendre l'application des fenêtres négatives à toutes les personnes qui ont accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées.

En pratique, le calendrier des fenêtres négatives est officialisé par un document écrit (lettre ou courrier électronique), diffusé aux initiés permanents et aux administrateurs, qui doit être retourné signé.

Dans le cas où la société détient des participations dans d'autres titres cotés, il est également recommandé aux dirigeants ainsi qu'à toute personne ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées de s'abstenir de vendre ou d'acheter les actions des participations/filiales.

La doctrine de l'AMF indique que **cette période de fenêtre négative ne s'applique pas aux personnes**

étroitement liées aux dirigeants ci-dessus. Cependant, au regard des dispositions de l'article 19.11 du Règlement Abus de marché, indiquant que, pendant les périodes de fenêtre négative, un dirigeant/responsable de haut niveau ne doit effectuer aucune transaction pour le compte d'un tiers ou de manière indirecte, il est généralement **recommandé**, malgré cette position de l'AMF, **que les personnes étroitement liées à un dirigeant/responsable de haut niveau suivent les mêmes règles que ces derniers.**

3.2.2.5.3 Exceptions

Un émetteur peut toutefois autoriser un dirigeant à effectuer des cessions immédiates de ses titres de la société pendant une fenêtre négative en cas de **circonstances exceptionnelles** sur demande écrite et motivée exposant les circonstances exceptionnelles nécessitant la vente immédiate des actions et démontrant que la cession envisagée est la seule alternative raisonnable pour obtenir le financement nécessaire ⁽³⁾. L'AMF recommande aux émetteurs de **prévoir une procédure écrite** décrivant les modalités de mise en œuvre de cette autorisation exceptionnelle et de préciser notamment (i) l'identité de la personne à qui la demande d'autorisation doit être adressée, (ii) la forme de cette demande ainsi que (iii) la forme et les délais de la réponse de l'émetteur. Cette procédure ne s'applique que pendant les fenêtres négatives prévues par le Règlement Abus de marché.

Certaines **transactions** sont toutefois susceptibles d'être **autorisées pendant les fenêtres négatives**, telles que l'octroi d'instruments financiers en vertu d'un plan salarial à une personne exerçant des responsabilités de dirigeant, l'acquisition par cette même personne d'instruments financiers dans le cadre d'un plan d'épargne du personnel, ou encore l'accomplissement de formalités ou l'exercice de droits attachés aux actions, pour autant que l'accomplissement de ces formalités ou cet exercice pendant la période d'arrêt soient suffisamment justifiés ⁽⁴⁾. L'article 9 du Règlement délégué (UE) 2016/522 du 17 décembre 2015 en dresse une liste non exhaustive.

Le **Listing Act**, modifiant le règlement MAR ⁽⁵⁾, **a élargi la liste des transactions autorisées durant les périodes d'arrêt.** L'émetteur peut désormais autoriser le dirigeant à négocier ou effectuer une transaction pendant une période d'arrêt, dans le cas de transactions non liées à des décisions d'investissement actives prises par le dirigeant ou dans le cas de transactions qui résultent exclusivement de facteurs externes ou d'actions de tiers ou encore qui sont des transactions fondées sur des conditions prédéterminées.

(1) Règlement MAR, art. 19(11).

(2) L'ESMA a précisé que les fenêtres négatives ne s'appliquent pas à l'hypothèse où la personne exerçant des responsabilités dirigeantes effectue une transaction sur les titres de l'émetteur pour le compte de l'émetteur (en sa qualité de dirigeant), car il s'agit là d'une transaction effectuée par l'émetteur lui-même (*Q&A on the Market Abuse Regulation – MAR*), question 7.10, 6 août 2021.

(3) Règlement Abus de marché, article 18.1.

(4) Voir Règlement délégué UE n° 2016/522 du 17 décembre 2015.

(5) Règlement MAR, art. 19(12) (tel que modifié par le *Listing Act*)

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

3.3 PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

3.3.1 ENJEU DES PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Les publications périodiques constituent les **rendez-vous incontournables de la communication financière des émetteurs**. C'est en effet lors de ces publications que l'entreprise cotée transmet, par différents moyens, de nombreuses informations sur sa stratégie, ses marchés, ses performances financières et extra-financières ainsi que leur traduction dans ses comptes et dans sa vie sociale. C'est sur la base de cette information que se fonde en grande partie l'analyse des émetteurs par les acteurs des marchés financiers. Pour que celle-ci soit aussi pertinente que possible, il est essentiel, pour l'entreprise cotée, d'aider ces acteurs dans leur travail d'analyse et de compréhension de son modèle économique.

À cette fin, les entités dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de mettre en place un Comité spécialisé du conseil d'administration chargé notamment du suivi de l'élaboration de l'information financière. Il s'agit en pratique du **Comité d'audit** (voir page 62, 3.3.7.3.2 « Comités spécialisés »).

L'AMF a publié un **Guide de l'information périodique des sociétés cotées** ⁽¹⁾ qui reprend les principales obligations des émetteurs en matière d'information financière applicable aux émetteurs cotés sur Euronext Paris avec une section dédiée à Euronext Growth et Euronext Access.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour 28 juillet 2023.

3.3.2 RÉSULTATS ANNUELS

3.3.2.1 Documents obligatoires ou optionnels

La publication des résultats annuels comprend plusieurs types de **documents obligatoires** ou optionnels dont la nature, le mode et le calendrier de diffusion sont les suivants :

Type de document Événement	Régime	Mode de publication	Calendrier
Communiqués de presse	Obligatoire	Par voie électronique Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Après la tenue du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance et au plus tard dans les 60 jours pour le chiffre d'affaires
Réunion d'information	Pratique de Place	Réunion physique/ <i>webcast</i> /conférence téléphonique	
Avis financier	Facultatif	Par voie de presse écrite, Internet ou radio	
Rapport financier annuel	Obligatoire	Par voie électronique, avec toutefois la possibilité de ne publier qu'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport (information réglementée) Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF (format ESEF, envoi électronique)	Au plus tard dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice
Document d'enregistrement universel (DEU ou <i>URD</i>)	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF (format ESEF, envoi électronique)	Pas de délai réglementaire
Rapport intégré	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Pas de délai réglementaire
Documents publiés au BALO	Obligatoire	Transmission électronique au BALO	Dans les 45 jours qui suivent l'approbation des comptes par l'AGO
Documents déposés au greffe du tribunal de commerce	Obligatoire	Dans le mois qui suit l'approbation des comptes annuels par l'Assemblée générale ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque le dépôt est effectué par voie électronique	

Les sociétés cotées sur Euronext Growth doivent rendre publics, dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, les comptes annuels, le rapport de gestion et, le cas échéant, les comptes consolidés et le rapport de gestion du Groupe ainsi que les rapports des contrôleurs légaux sur les comptes précités ⁽¹⁾. Ces informations doivent être mises en ligne sur le site Internet de l'émetteur et celui d'Euronext Growth pendant cinq ans ⁽²⁾. Les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Access + doivent rendre publics dans les mêmes délais ces mêmes informations ⁽³⁾.

Depuis le 1^{er} janvier 2025, pour les émetteurs soumis à la CSRD, le rapport de gestion doit inclure les **informations en matière de durabilité** (incluant également les informations exigées par l'article 8 du Règlement Taxonomie) et le **rapport de certification** sur les informations en matière de durabilité. Pour les autres émetteurs, la directive dite « *Stop the clock* » ⁽⁴⁾, adoptée en avril 2025 par l'Union européenne et transposée en France par l'intermédiaire de la loi DDAUE du 30 avril 2025, a reporté de deux ans l'application de la directive CSRD.

(1) Règles de marché Euronext Growth (date de publication : 21 mars 2022), § 4.2.

(2) C. com., R. 232-23 ; Règles de marché Euronext Growth, (date de publication : 21 mars 2022), § 4.1.4.).

(3) Règles de marché Euronext Access (date d'entrée en vigueur : 2 mai 2024), § 3.2.

(4) Directive (UE) 2025/794 du 14 avril 2025 modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

3.3.2.2 Communiqués de presse

3.3.2.2.1 Communiqué d'annonce des résultats annuels

Le communiqué de presse publié par l'émetteur présente, **en pratique** :

- l'analyse de la variation du chiffre d'affaires consolidé et des éléments du compte de résultat (croissance organique, effet de périmètre, effet de change) ;
- une information sectorielle, complétée, le cas échéant, d'une présentation des activités, de la performance et des perspectives dans les zones géographiques et les sous-secteurs opérationnels sensibles ou se trouvant dans des situations très différenciées ;
- les éléments du bilan et des flux de trésorerie ;
- la mention, le cas échéant, des changements de méthode comptable intervenus d'un exercice à l'autre et toute modification de périmètre de consolidation ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 % (voir page 56, 3.3.5.3 « Modification du périmètre de l'émetteur ») ;
- les orientations stratégiques de l'émetteur ;
- les faits marquants de l'exercice au regard de la stratégie précédemment annoncée ;
- le cas échéant, les événements survenus depuis la clôture ;
- les objectifs/prévisions de l'émetteur, donnés sur une base volontaire (voir page 57, 3.3.6 « Publication d'informations prospectives ou estimées ») ;
- le montant du dividende dont la distribution est proposée à l'Assemblée générale des actionnaires au titre de l'exercice ainsi que sa date de mise en paiement s'il est approuvé ;
- la situation des comptes au regard du processus de certification par les commissaires aux comptes ;
- la date du Conseil d'administration ou de surveillance qui a arrêté ou examiné les comptes ;
- des précisions sur le reste des informations disponibles sur le site de l'émetteur (ex. : comptes complets, slides analystes, etc.).

Certains émetteurs intègrent par ailleurs, en annexe du communiqué, des éléments comptables plus détaillés (compte de résultat, bilan, *cash-flow*, information sectorielle). Le mot du président/gérant est une pratique de marché largement répandue qui permet de donner une vue plus qualitative sur la situation de l'entreprise, de son marché/industrie, et d'indiquer, le cas échéant, les perspectives à court et moyen termes de l'entreprise.

On constate en outre que de plus en plus de sociétés communiquent sur leur performance extra-financière dans le cadre de leur communiqué de résultats annuels.

L'AMF précise que si le communiqué de presse sur les résultats peut ne comporter que les éléments significatifs des comptes et les commentaires appropriés, il doit dans tous les cas **mentionner le résultat net et des informations bilancielles**. Il convient de porter une attention particulière à la communication d'indicateurs alternatifs de performance ⁽¹⁾ (comme développé ci-après page 54, 3.3.5 « Éléments liés aux publications financières périodiques »). De plus, si des informations plus complètes sur les comptes sont disponibles sur le site de l'émetteur, cela devrait être mentionné dans le communiqué ⁽²⁾.

L'AMF recommande que le communiqué de presse soit diffusé dès la tenue du Conseil d'administration qui a arrêté les comptes ou du Conseil de surveillance ayant examiné les comptes présentés par le Directoire. C'est bien le cas en pratique selon le *Benchmark Cliff 2025* sur les communiqués de résultats annuels 2024 du CAC Large 60 clôturant au 31 décembre, publiés pour 33 % le jour même de la tenue du Conseil et pour 67 % le lendemain matin (généralement quand le Conseil se tient en fin de journée). L'Autorité recommande également que **le communiqué soit diffusé en dehors des heures de Bourse** (l'émetteur dont les titres sont négociés sur plusieurs marchés réglementés veillera particulièrement à ce point) et que la date ainsi que l'heure ⁽³⁾ de sa diffusion soient mentionnées. Sur ce dernier point, selon le même *Benchmark Cliff*, seules 16% des sociétés mentionnent l'heure sur leur communiqué (version PDF).

Le communiqué doit faire l'objet d'une **diffusion effective et intégrale au titre de l'information réglementée**. Ainsi, il est mis en ligne sur le site Internet de l'émetteur et envoyé à l'AMF simultanément à sa diffusion. Il est recommandé de le transmettre par voie électronique à un diffuseur professionnel agréé par l'AMF, auquel cas l'émetteur est présumé satisfaire à l'obligation de diffusion effective et intégrale de l'information ⁽⁴⁾ (voir page 32, 2.6.1 « Diffusion par voie électronique »).

L'article 19(11) du Règlement Abus de marché prévoit la mise en œuvre d'une fenêtre négative débutant 30 jours avant la publication du communiqué d'annonce du rapport financier annuel. L'ESMA considère dans un document de questions/réponses ⁽⁵⁾ que la diffusion par un émetteur d'un communiqué de presse d'annonce des résultats annuels constitue **l'annonce du rapport financier annuel** et implique donc également la mise en œuvre d'une fenêtre négative (voir page 45, 3.2.2.5 « Fenêtres négatives (ou « périodes d'arrêt ») applicables à certaines personnes »).

(1) À compter du 1^{er} janvier 2027, entrée en application de la nouvelle norme IFRS 18 "Présentation et informations à fournir dans les états financiers", qui permettra aux investisseurs de disposer d'informations plus transparentes et comparables sur la performance financière des entreprises, avec l'introduction de trois nouveaux types de prescriptions : (i) Une amélioration de la comparabilité de l'état du résultat net (compte de résultat) (ii) Une amélioration de la transparence des indicateurs de performance définies par les sociétés (iii) Des regroupements plus utiles des informations dans les états financiers : IASB - IFRS *Foundation - Presse release* - 9 avril 2024

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023.

(3) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023 (§ 2.3.1).

(4) Article 221-4 IV du Règlement général de l'AMF.

(5) *Questions and Answers on the Market Abuse Regulation – ESMA70-145-111, Section 7 « Managers' transactions » (6 August 2021).*

3.3.2.2 Communiqué sur le chiffre d'affaires annuel

Dans la mesure où le chiffre d'affaires annuel est susceptible de constituer une information privilégiée, lorsque l'émetteur prévoit de publier ses résultats annuels au-delà des 60 jours de la clôture, l'AMF préconise de publier dès que possible après la clôture de l'exercice, et au plus tard fin février **ou dans les 60 jours de la clôture de l'exercice**, l'information sur le chiffre d'affaires annuel de l'exercice écoulé accompagné d'un comparatif. Toutefois, l'émetteur peut ne pas procéder à la publication isolée du chiffre d'affaires s'il estime qu'elle n'est pas pertinente, notamment en raison de la nature de son activité, ou s'il estime qu'elle risque d'induire le marché en erreur ⁽¹⁾.

3.3.2.3 Réunion d'information

L'émetteur peut présenter ses résultats annuels à l'occasion d'une réunion d'information dédiée à ses principaux publics (**analystes *sell-side* ou *buy-side*, gérants, investisseurs, actionnaires, journalistes, etc.**) ou par le biais d'une conférence téléphonique (*conference call*) ou d'une retransmission Internet (*webcast*) afin d'en assurer une diffusion large et continue (dans ce cadre il est usuel de procéder à une séance de questions-réponses à l'issue de la présentation). L'AMF rappelle, dans son Guide de l'information périodique des sociétés cotées ⁽²⁾, que ces réunions ne comportent normalement **pas d'informations supplémentaires significatives ou différentes de celles communiquées au public**, mais que leur mode de présentation peut apporter certains éclairages intéressants.

En tout état de cause, l'émetteur doit veiller à ce que toute information non connue du public, communiquée au cours de ces réunions et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de Bourse, y compris les commentaires et développements les plus significatifs donnés par l'émetteur, soit immédiatement diffusée au public.

En pratique, ces réunions d'information se tiennent le plus rapidement possible après la diffusion du communiqué de presse. L'AMF rappelle que la **mise en ligne systématique des présentations** à destination des analystes financiers doit avoir lieu sans délai, au plus tard au début de la réunion de présentation ⁽³⁾. Notons que ces présentations intègrent de plus en plus fréquemment des éléments extra-financiers.

Par ailleurs, l'ESMA ⁽⁴⁾ a rappelé que l'interdiction stricte de communication d'informations privilégiées concerne aussi les « **pre-close calls** ». Il s'agit de sessions de communication entre un émetteur et un analyste ou un groupe d'analystes qui produisent des recherches, des prévisions et des recommandations relatives aux instruments financiers de l'émetteur pour leurs clients. Ces *pre-close calls* ont généralement lieu les jours précédents les *quiet periods* (voir page 43, 3.2.2.4 « *Quiet period* et période d'"embargo" ») précédant la publication d'un rapport financier intermédiaire ou annuel, au cours desquelles les émetteurs s'abstiennent de fournir des informations supplémentaires ou des mises à jour. La pratique de *pre-close calls* comportant des risques de divulgations accidentelles inhérents au caractère non public de ces sessions, l'ESMA a fait état des bonnes pratiques à adopter.

- Première pratique : en amont des *pre-close calls*, il est nécessaire d'**évaluer de façon approfondie le caractère privilégié ou non des informations** qu'il est envisagé de partager lors de la session ⁽⁵⁾ et d'informer en amont le marché de la tenue à venir d'une telle session par exemple en publiant l'information sur son site internet et en donnant quelques détails (date et lieu de la session, sujets abordés et participants envisagés).
- Pendant les *pre-close calls*, il est nécessaire de **publier les documents communiqués** sur leur site Internet simultanément à la session ⁽⁶⁾ et d'**enregistrer les sessions**.
- Après les *pre-close calls*, il est nécessaire de communiquer les **enregistrements des sessions sur demande de l'AMF** (ou d'une autre autorité de marchés de l'Union Européenne), de tenir des registres des informations divulguées lors de la session et les rendre accessibles au public sur leur site Internet et, le cas échéant, prévenir sans délai l'AMF d'une divulgation accidentelle.

3.3.2.4 Avis financier

Outre le communiqué de presse sur le chiffre d'affaires annuel, l'émetteur **peut procéder** à la publication d'une information relative à ses résultats annuels par voie de presse écrite ou communication électronique selon des modalités de présentation qu'il estime adaptées à son actionnariat et à sa taille. Le contenu de cette publicité financière est fixé par l'émetteur, mais doit être non

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 1).

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 2.3.3).

(3) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 2.3.3).

(4) ESMA, *Statement, Good practices in relation to pre-close calls*, 29 mai 2024.

(5) Pratique en ligne avec la Position-recommandation n°2016-08 de l'AMF, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), p. 33.

(6) Pratique en ligne avec la Position-recommandation n°2016-08 de l'AMF, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), p. 25, et la Position-recommandation n°2016-05 de l'AMF, Guide de l'information périodique des sociétés cotées (mise à jour le 28 juillet 2023), p.10.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

trompeur et cohérent avec les informations mentionnées dans le communiqué de presse et le rapport financier annuel. Aucun délai n'est fixé par la réglementation pour cette publication ; en pratique cependant, l'avis financier est généralement **diffusé après le communiqué de presse**.

3.3.2.5 Rapport financier annuel

3.3.2.5.1 Arrêté des comptes

Les émetteurs cotés sur Euronext Paris sont tenus de publier et de déposer auprès de l'AMF un rapport financier annuel ⁽¹⁾ **dans les quatre mois suivant la clôture de leur exercice** ⁽²⁾. Dans les sociétés anonymes à Directoire et Conseil de surveillance, le Directoire doit arrêter les comptes dans les trois mois de la clôture de l'exercice afin de permettre au Conseil de surveillance d'exercer son contrôle. L'AMF recommande par ailleurs que le Conseil de surveillance examine dans un délai aussi bref que possible les comptes arrêtés par le Directoire ⁽³⁾.

L'ESMA a publié le 25 octobre 2023 son communiqué annuel *Public Statement on European Common Enforcement Priorities*, qui expose les points prioritaires communs d'application pour les états financiers 2023 afin de promouvoir une application homogène des normes IFRS ⁽⁴⁾.

L'AMF a publié des **recommandations relatives à l'arrêté des comptes 2024** ⁽⁵⁾, comprenant un certain nombre de points d'attention spécifiques liés à de nouvelles normes ou réglementations :

- climat et connectivité ;
- application de la norme IFRS 17 sur les contrats d'assurance ;
- publication de la norme IFRS 18 sur la présentation et les informations à fournir dans les états financiers ;
- modernisation des états financiers en normes françaises.

3.3.2.5.2 Contenu

Le rapport financier annuel doit comprendre les éléments suivants :

- les comptes annuels complets (*i.e.* comptes sociaux) ;
- les comptes consolidés ⁽⁶⁾, le cas échéant ;
- le rapport de gestion et le cas échéant, le rapport sur la gestion du groupe ;
- le rapport sur le gouvernement d'entreprise ;
- une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier annuel ;
- les rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et les comptes consolidés, le cas échéant.

3.3.2.5.3 Rapport de gestion

Le rapport financier annuel comprend l'intégralité du contenu du rapport de gestion, y compris – si la société est tenue d'en établir – les informations en matière de durabilité (ou « rapport de durabilité ») ⁽⁷⁾.

Le rapport de gestion visé ci-dessus et inclus dans le rapport financier annuel doit contenir les informations suivantes ⁽⁸⁾ :

- une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société, notamment de sa situation d'endettement, au regard du volume et de la complexité des affaires ;
- dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats ou de la situation de la société, des indicateurs clés de performance de nature financière et, le cas échéant, de nature non financière ayant trait à l'activité spécifique de la société, notamment des informations relatives aux questions d'environnement et de personnel ;
- une description des principaux risques et incertitudes auxquels la société est confrontée (voir page 84, 3.3.14 « Risques et litiges ») ;
- des indications sur les risques financiers liés aux effets du changement climatique et la présentation des mesures que prend l'entreprise pour les réduire en mettant en œuvre une stratégie bas carbone dans toutes les composantes de son activité (voir page 84, 3.3.14.1 « Les différentes catégories de risques ») ;

(1) L'obligation de publier un rapport financier annuel concerne également les sociétés non cotées qui émettent des titres de créances sur un marché réglementé de l'Union européenne sous certaines conditions liées à la nature des titres et à leur valeur nominale.

(2) Article L. 451-1-2-1 du Code monétaire et financier complété par l'article 222-3 du Règlement général de l'AMF.

(3) AMF Position/Recommandation no. 2016-05 – Guide de l'information périodique (Section 2.1.2).

(4) ESMA, *Public statement : European common enforcement priorities for 2022 annual financial reports* (ESMA32-63-1320).

(5) AMF, *Recommandation DOC-2024-05 : arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers, octobre 2024*.

(6) Un guide sur la pertinence, la cohérence et la lisibilité des états financiers, destiné à proposer des orientations aux émetteurs afin d'améliorer la compréhension des états financiers et tout particulièrement de leurs annexes, a été publié par l'AMF en juin 2015.

(7) C. com. art. L232-6-3 et L. L233-28-4.

(8) C. com. art. L. 232-1.

- lorsque cela est pertinent pour l'évaluation de son actif, de son passif, de sa situation financière et de ses pertes ou profits, des indications sur ses objectifs et sa politique concernant la couverture de chaque catégorie principale de transactions prévues pour lesquelles il est fait usage de la comptabilité de couverture, ainsi que sur son exposition aux risques de prix, de crédit, de liquidité et de trésorerie. Ces indications comprennent l'utilisation par l'entreprise des instruments financiers.
- des éléments relatifs aux incidences des activités de la société quant à la lutte contre l'évasion fiscale et à ses actions visant à promouvoir le lien entre la Nation et ses forces armées (voir page 73, 3.3.9.2 « Contenu du reporting extra-financier ») ;
- si la société est une grande entreprise (ou un grand groupe), des informations sur ses ressources incorporelles essentielles, la manière dont son modèle commercial dépend fondamentalement de ces ressources et en quoi elles constituent une source de création de valeur pour elle ⁽¹⁾.

Le rapport de gestion doit en outre exposer :

- les informations portant sur le nombre d'actions achetées et vendues au cours de l'exercice dans le cadre d'un programme de rachat et les caractéristiques de ces opérations ⁽²⁾ ;
- la situation de la société durant l'exercice écoulé, son évolution prévisible, les événements importants survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date à laquelle il est établi, ses activités en matière de recherche et de développement, et mentionner les succursales existantes ⁽³⁾ ;
- si l'émetteur est tenu d'établir des comptes consolidés, l'intégralité des informations mentionnées ci-dessus pour l'ensemble des sociétés comprises dans la consolidation ⁽⁴⁾.

3.3.2.5.4 Diffusion et format ESEF

En sus du dépôt auprès de l'AMF, **le rapport financier annuel doit être diffusé par voie électronique**, conformément aux modalités de diffusion de l'information réglementée ⁽⁵⁾, telles que décrites page 32, au 2.6 « Diffusion effective et intégrale ». En pratique, l'émetteur peut diffuser un simple communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce

document ⁽⁶⁾ (un exemple de communiqué de presse figure en annexe 6 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021).

La Directive Transparence révisée (Directive 2013/50/UE) prévoit la mise en place d'un format unique de publication des rapports financiers annuels, dont l'objectif est de faciliter l'accès à l'information financière et la comparabilité des comptes des sociétés. Ce projet a été mis en œuvre par le Règlement délégué (UE) 2019/815 du 17 décembre 2018, donnant naissance au format électronique unique européen (*European Single Electronic Format* ou ESEF) XHTML. Le Règlement délégué (UE) 2019/815 a été modifié par le Règlement délégué (UE) 2020/1989 en ce qui concerne la mise à jour de la taxonomie. L'ESMA a depuis publié un Manuel de reporting au format ESEF ⁽⁷⁾, mis à jour le 31 août 2023. Le format XHTML doit désormais être utilisé par tous les émetteurs pour préparer leurs rapports financiers annuels depuis le 1^{er} janvier 2021. Les états financiers consolidés IFRS contenus dans ces rapports doivent être libellés en utilisant le format XBRL pour les exercices ouverts depuis le 1^{er} janvier 2021 (en ce qui concerne les états financiers primaires : bilan, compte de résultat et tableau des flux de trésorerie). Les notes annexes aux états financiers au titre des exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2022 doivent être balisées à l'aide des balises XBRL globales. Pour accompagner les émetteurs dans la transition vers ce nouveau format, l'AMF y a dédié un espace sur son site Internet ⁽⁸⁾. Les sociétés qui rencontrent des difficultés sont invitées à se rapprocher de l'AMF via l'adresse dédiée : esefxbrl@amf-france.org ⁽⁹⁾.

Le 8 janvier 2025, l'ESMA a publié les **fichiers de taxonomie ESEF 2024** ainsi qu'une mise à jour de la suite de conformité ESEF afin de faciliter l'application du règlement. Ces évolutions visent à accompagner les émetteurs et les éditeurs de logiciels dans la préparation des états financiers consolidés IFRS 2024 au format ESEF ⁽¹⁰⁾.

L'Autorité des normes comptables (ANC) a publié la codification sous le format ESEF de ses modèles d'états financiers qui peut aider les sociétés dans cet exercice ⁽¹¹⁾.

(1) C. com. art. L232-1, 7°.

(2) Article L. 225-211 du Code de commerce.

(3) Article L. 232-1 du Code de commerce.

(4) Dans un rapport de gestion consolidé prévu aux articles L. 225-100-1-II et L. 22-10-35 du Code de commerce.

(5) Articles 221-3 et suivants du Règlement général de l'AMF.

(6) Article 221-4 V du Règlement général de l'AMF.

(7) L'AMF a publié le 26 décembre 2022, un rapport intitulé « format électronique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels », lequel reprend l'obligation pour les sociétés européennes cotées sur un marché réglementé de publier leur rapport financier annuel sous un format électronique unique (ESEF – *European Single Electronic Format*).

(8) AMF, Communiqué de presse, Le format électronique unique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels, 5 janvier 2022.

(9) Recommandation AMF n° 2021-06 – Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers, 29 octobre 2021.

(10) ESMA, *ESMA publishes 2024 ESEF XBRL files and ESEF conformance suite*, 8 janvier 2025.

(11) ANC, Recommandation n° 2021-01 du 5 février 2021.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

3.3.3 RÉSULTATS SEMESTRIELS

3.3.3.1 Différences avec les résultats annuels

Dans une très large mesure, les obligations relatives à la publication des résultats semestriels sont **comparables à celles s'appliquant aux résultats annuels** en ce qui concerne les éléments suivants :

- communiqué de presse ;
- réunion d'information ; et
- avis financier.

La tenue d'une réunion d'information, physique ou par conférence téléphonique, ou par retransmission sur Internet, assortie de supports visuels est recommandée.

La principale différence avec les résultats annuels porte sur le **délaï de publication du rapport financier semestriel, plus court** : celle-ci doit être effective dans les trois mois qui suivent la fin du premier semestre.

Enfin, il n'y a pas de **dépôt au greffe du Tribunal de commerce** (ou le cas échéant au greffe du tribunal des activités économiques).

Certains émetteurs peuvent décider d'actualiser leur document d'enregistrement universel à cette occasion (voir page 93, 3.5 « Document d'enregistrement universel »). La publication des résultats semestriels, qui doit intervenir dans les trois mois suivant la fin du premier semestre, comprend ainsi plusieurs types de documents, obligatoires ou optionnels, dont la nature, le mode et le calendrier de diffusion sont les suivants :

Type de document Événement	Régime	Mode de publication	Calendrier
Communiqué de presse	Obligatoire	Par voie électronique Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Après la tenue du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance
Réunion d'information	Pratique de Place	Réunion physique/ <i>webcast</i> /conférence téléphonique	
Avis financier	Facultatif	Par voie de presse écrite, Internet ou radio	
Rapport financier semestriel	Obligatoire	Par voie électronique, avec toutefois la possibilité de ne publier qu'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport (information réglementée) Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF (envoi électronique, possibilité de le déposer au format ESEF)	Au plus tard dans les trois mois qui suivent la fin du 1 ^{er} semestre
Actualisation de l'URD	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Pas de délai réglementaire

S'agissant des émetteurs cotés sur Euronext Growth, ceux-ci doivent rendre public, dans les quatre mois de la fin du deuxième trimestre, un rapport couvrant les six premiers mois de l'exercice (Règles de marché Euronext Growth, § 4.2). Ce rapport, qui comprend les états financiers semestriels et un rapport d'activité sur la période, doit être mis en ligne sur le site Internet de l'émetteur et sur celui d'Euronext Growth pendant deux ans.

Les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Access + doivent également rendre publiques ces informations dans les quatre mois suivant la fin du deuxième trimestre (Règles de marché Euronext Access, § 3.2).

3.3.3.2 Rapport financier semestriel

Les émetteurs cotés sur Euronext sont tenus de publier et de déposer auprès de l'AMF un rapport financier semestriel dans les trois mois qui suivent la fin du premier semestre de leur exercice ⁽¹⁾.

Le rapport financier semestriel doit comprendre les éléments suivants :

- des comptes condensés ou complets pour le semestre écoulé, présentés, le cas échéant, sous forme consolidée, auquel cas les émetteurs peuvent établir des états financiers complets ou condensés selon la norme IAS 34 (« Information financière intermédiaire ») ;
- un rapport semestriel d'activité ;
- une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier semestriel (à cet égard, il semblerait logique que le signataire des déclarations respectives du rapport financier annuel et semestriel soit la même personne) ;
- le rapport d'examen limité des commissaires aux comptes sur les comptes semestriels, qui comprend une mention sur la sincérité et la concordance avec les comptes des informations données dans le rapport semestriel d'activité.

(1) Article L. 451-1-2 III du Code monétaire et financier et article R451-2 créé par décret 2023-1394 du 30 décembre 2023.

Si une entreprise publie un jeu complet d'états financiers dans son rapport financier semestriel, la forme et le contenu de ces états doivent être conformes aux dispositions de la norme IAS 1 (« Présentation des états financiers »). Si elle publie un jeu d'états financiers condensés (ou résumés), ces états financiers condensés (ou résumés) doivent comporter au minimum chacune des rubriques et chacun des sous-totaux qui étaient présentés dans ses états financiers annuels les plus récents ainsi que la sélection de notes explicatives imposée par l'IAS 34 (« Information financière intermédiaire »).

Ils doivent également présenter les postes ou les notes supplémentaires dont l'omission aurait pour effet de rendre trompeurs les états financiers semestriels condensés.

Lorsque l'émetteur n'est pas tenu d'établir des comptes consolidés ou d'appliquer les normes comptables internationales, les comptes semestriels comprennent au minimum (i) un bilan, (ii) un compte de résultat, (iii) un tableau indiquant les variations de capitaux propres, (iv) un tableau indiquant les flux de trésorerie et (v) une annexe, ces comptes pouvant être condensés et l'annexe ne comporter qu'une sélection des notes les plus significatives.

Le bilan et le compte de résultat condensés comportent la totalité des rubriques et sous-totaux figurant dans les derniers comptes annuels de l'émetteur. Des postes supplémentaires sont ajoutés si, à défaut, les comptes semestriels donnent une image trompeuse du patrimoine, de la situation financière et des résultats de l'émetteur. Les notes annexes comportent au moins suffisamment d'informations pour assurer la comparabilité des comptes semestriels condensés avec les comptes annuels et suffisamment d'informations et d'explications pour que le lecteur soit correctement informé de toute modification sensible des montants et des évolutions survenues durant le semestre concerné, figurant dans le bilan et dans le compte de résultat⁽¹⁾.

Bien que l'approbation des comptes semestriels par le Conseil d'administration ou de surveillance ne soit pas légalement requise, la publication de tels comptes sans que le Conseil d'administration ou de

surveillance ou son Comité d'audit en ait pris connaissance semblerait imprudente et contraire aux principes du gouvernement d'entreprise⁽²⁾.

Le rapport semestriel d'activité inclus dans le rapport financier semestriel doit comporter les éléments suivants :

- les événements principaux survenus pendant le premier semestre et leur incidence sur les comptes semestriels ;
- une description des principaux risques et incertitudes pour le second semestre de l'exercice, étant précisé qu'une mise à jour des facteurs de risques décrits dans le rapport de gestion ou l'URD est suffisante ;
- pour les émetteurs d'actions, les principales transactions entre parties liées (au sens de IAS 24 sur l'« information relative aux parties liées »).

Comme le rapport financier annuel, le rapport financier semestriel doit être rendu public par voie électronique, notamment par l'intermédiaire du site Internet de l'émetteur, conformément aux modalités de diffusion de l'information réglementée décrites page 32, 2.6 « Diffusion effective et intégrale »⁽³⁾.

L'émetteur peut toutefois choisir de diffuser un simple communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport financier semestriel⁽⁴⁾.

Enfin, si l'émetteur, dans les trois mois qui suivent la fin du premier semestre, rend public un amendement de l'URD comportant toutes les informations exigées dans le rapport financier semestriel, il sera dispensé de la publication séparée de celui-ci.

Depuis le 1^{er} juillet 2023, les émetteurs peuvent, s'ils le souhaitent, déposer leur rapport financier semestriel au format ESEF (*European Single Electronic Format*), renforçant l'harmonisation du reporting au niveau européen. Un standard numérique obligatoire qui facilite l'analyse automatisée des états financiers et leur comparabilité au niveau européen⁽⁵⁾.

3.3.3.3 Publication au BALO

L'information semestrielle ne fait pas l'objet d'une publication au BALO.

3.3.4 INFORMATIONS TRIMESTRIELLES OU INTERMÉDIAIRES

3.3.4.1 Publication non obligatoire

La publication d'une « information financière trimestrielle » au sens de la Directive Transparence n'est plus requise depuis le 1^{er} janvier 2015. Les émetteurs qui le souhaitent peuvent néanmoins décider de publier volontairement une information financière trimestrielle (ou intermédiaire), voire des comptes

trimestriels (ou intermédiaires)⁽⁶⁾. L'AMF attire ainsi l'attention des émetteurs sur les risques liés à l'absence totale de communication financière pendant une trop longue période (risque de manquement à l'obligation d'information permanente) et rappelle que cette absence d'information n'est pas favorable aux investisseurs et au bon fonctionnement du marché.

(1) Article 222-5 I du Règlement général de l'AMF.

(2) Note ANSA n° 06-053 du Comité juridique du 4 octobre 2006.

(3) Articles 221-3 et suivants du Règlement général de l'AMF.

(4) Article 221-4 V du Règlement général de l'AMF ; un exemple de communiqué de presse figure en annexe 8 du Guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion en date du 6 décembre 2021.

(5) AMF, Le format électronique unique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels, 19 février 2025.

(6) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées, mise à jour le 28 juillet 2023 (§ 10).

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

En pratique, sur les 130 entreprises cotées représentées au Cliff, la quasi totalité publie une information financière trimestrielle, les trois-quarts un chiffre d'affaires et un quart des résultats.

3.3.4.2 Caractéristiques de l'information trimestrielle ou intermédiaire

Afin d'éclairer au mieux les émetteurs quant à leur décision de publier ou non une information financière trimestrielle (ou intermédiaire), l'AMF a précisé les quatre points suivants :

- le choix de communiquer ou non une information financière trimestrielle doit être **suivi de manière constante dans le temps** ⁽¹⁾. pour la bonne information du marché, l'AMF recommande aux sociétés de présenter leur politique en la matière dans le calendrier de publication qu'elles communiquent sur leur site Internet en début d'année ;
- si l'émetteur fait le choix de publier une information financière trimestrielle, cette information doit être exacte, précise et sincère, conformément aux principes applicables à la communication financière. Bien que le format de l'information financière trimestrielle soit laissé à l'appréciation des émetteurs, l'AMF recommande, pour la bonne information du marché, que cette information soit accompagnée d'un **commentaire indiquant les conditions dans**

lesquelles l'activité a été exercée et rappelant notamment **les opérations et les événements importants du trimestre** afin d'éclairer les données financières et de permettre aux investisseurs d'appréhender au mieux la situation de l'émetteur et/ou du Groupe ;

- les émetteurs doivent veiller à respecter le **principe d'égalité d'accès à l'information** entre les différentes catégories d'investisseurs et entre les différents pays. Dès lors, si une société communique une information financière trimestrielle à certains investisseurs, analystes ou partenaires financiers dans quelque pays que ce soit, cette information doit être immédiatement portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué diffusé selon les modalités prévues aux articles 221-3 et suivants du Règlement général de l'AMF, soit notamment sur le site Internet de l'émetteur ⁽²⁾ ;
- l'information financière trimestrielle dont dispose l'émetteur peut être **constitutive d'une information privilégiée et devra dès lors donner lieu à une publication au titre de l'information permanente** (voir page 25, 2.5 « Obligation de communiquer au marché les informations privilégiées »). L'AMF recommande aux sociétés qui feront le choix de ne pas publier d'information financière trimestrielle de veiller tout particulièrement à leur obligation d'information permanente afin de contribuer à améliorer la confiance des investisseurs dans la transparence de leur communication financière.

3.3.5 ÉLÉMENTS LIÉS AUX PUBLICATIONS FINANCIÈRES PÉRIODIQUES

3.3.5.1 Communication d'indicateurs alternatifs de performance

Les indicateurs de performance non définis par les normes comptables ou « indicateurs alternatifs de performance » (IAP), en anglais indicateurs « non-GAAP » ou *Alternative Performance Measures* (APM), peuvent fournir aux investisseurs des **informations additionnelles pertinentes** pour leur permettre une meilleure compréhension de la stratégie et de la performance financière des émetteurs.

Bien que non définis par les normes comptables, **ces indicateurs sont parfois communiqués dans les états financiers**, soit parce qu'ils sont suivis par le principal décideur opérationnel dans le cadre de l'information sectorielle, soit parce qu'ils sont communiqués en supplément des informations requises par les IFRS. Lorsque ces indicateurs sont inclus dans les comptes, ils suivent les principes de présentation et de permanence des méthodes propres aux comptes.

Lorsque ces indicateurs ne sont pas inclus dans les états financiers, leur communication doit respecter les *guidelines* de l'ESMA publiées en octobre 2015 et reprises par une position de l'AMF visant à améliorer la comparabilité, la fiabilité et la compréhension des IAP ⁽³⁾. Cette position est applicable aux IAP communiqués par les émetteurs ou personnes responsables du prospectus publiant des informations réglementées ou des prospectus, et prévoit le respect des principes suivants :

- communiquer, de manière claire et intelligible, les **définitions** de tous les IAP utilisés, leurs composantes, le mode de calcul adopté et le détail de toute hypothèse ou de tout postulat significatif utilisé ;
- assortir les IAP de **dénominations** reflétant leur contenu et leur mode de calcul afin d'éviter de transmettre des messages trompeurs aux utilisateurs ;
- ne pas qualifier à tort des éléments non récurrents, peu fréquents ou inhabituels. Par exemple, des éléments avérés sur des périodes antérieures et susceptibles de se produire sur des périodes futures ne seront que rarement considérés comme non récurrents, peu fréquents ou inhabituels (tels que les coûts de restructuration ou les dépréciations) ;

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-05 – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 10.1), mise à jour le 28 juillet 2023.

(2) Exemple de manquement au principe d'égalité d'accès à l'information entre analystes et actionnaires sur le fondement de l'article 223-10 du Règlement général de l'AMF (AMF Sanct., 2 novembre 2017, SAN-2017-09).

(3) AMF, Recommandation n° 2015-12 du 3 décembre 2015, mise à jour le 3 juillet 2016.

- **rapprocher** l'IAP avec le poste des états financiers de la période correspondante, ou de son sous-total ou du total le plus proche, en présentant le montant de ce dernier et en identifiant et expliquant les principaux retraitements :
 - lorsque des éléments de rapprochement sont inclus dans les états financiers, les utilisateurs doivent être en mesure de les identifier dans ces états financiers,
 - lorsqu'un élément de rapprochement ne provient pas directement des états financiers, le rapprochement doit montrer comment le chiffre a été calculé ;
- expliquer la **raison** de l'utilisation des IAP afin de permettre aux utilisateurs de comprendre leur pertinence et leur fiabilité ;
- **ne pas** présenter les IAP avec **plus d'importance, d'emphase ou de prééminence** que les indicateurs directement issus des états financiers ;
- assortir les IAP d'**indicateurs comparatifs** pour les périodes antérieures correspondantes. Lorsque les IAP se rapportent à des prévisions ou des estimations, les indicateurs comparatifs doivent être en lien avec les dernières informations historiques disponibles ;
- présenter des **rapprochements** pour tous les indicateurs comparatifs présentés ;
- la définition et le calcul d'un IAP doivent être **cohérents dans le temps**. Dans des circonstances exceptionnelles, lorsque les émetteurs décident de redéfinir un IAP, ils doivent :
 - expliquer les modifications effectuées,
 - expliquer les raisons pour lesquelles ces modifications procurent des informations plus fiables et plus pertinentes sur la performance, et
 - fournir des chiffres comparatifs modifiés ;
- si un émetteur cesse de communiquer un IAP, il doit expliquer la raison pour laquelle il estime que cet IAP ne fournit plus d'information pertinente ;
- sauf dans le cas des prospectus, le respect des obligations d'information relatives aux IAP peut être effectué par un renvoi direct à d'autres documents publiés antérieurement, qui comportent les éléments requis sur les IAP et qui sont immédiatement et facilement accessibles aux utilisateurs.

En 2024, l'ESMA a renforcé ses exigences concernant les IAP, demandant aux entreprises de justifier tout changement méthodologique et de fournir un historique ajusté des données affectées. Ces évolutions visent à renforcer la comparabilité des performances financières entre entreprises et à éviter les pratiques de communication financière potentiellement trompeuses ⁽¹⁾.

L'ESMA a également publié des **questions/réponses** sur ses orientations relatives aux indicateurs alternatifs

de performance, précisant notamment que celles-ci s'appliquent aux informations trimestrielles et intermédiaires qui pourraient être publiées dans le cadre de l'article 17 du Règlement Abus de marché et que les notions de résultats opérationnels n'étant pas définies dans le référentiel IFRS, les règles relatives aux IAP s'y appliquent. Dans sa dernière mise à jour (avril 2022), l'ESMA a ajouté les questions 19 et 20 sur la RSE relatives à l'utilisation par les émetteurs de labels ESG.

Ces recommandations relatives à l'impact de la Covid-19 pourraient, à notre avis, être transposables à d'autres événements imprévus similaires.

Les sociétés tenues de publier un rapport de durabilité y incluent, conformément aux ESRS, des indicateurs standardisés en matière de durabilité qui doivent être cohérents avec l'information financière publiée par ailleurs.

3.3.5.2 Changement d'organisation sectorielle

L'information sectorielle fournie par les entreprises est un élément clé de leur communication financière ; l'information sectorielle correspond à une segmentation des données chiffrées selon les secteurs d'activité et géographiques de l'émetteur. Elle doit être **cohérente avec les informations sectorielles présentées dans les états financiers consolidés**, qui doivent être élaborées selon des règles fixées par la norme IFRS 8 (« Secteurs opérationnels »).

Elle est obligatoirement **établie sur la base du reporting interne** suivi par le principal décideur opérationnel dans le cadre de l'affectation des ressources aux différents secteurs et de l'évaluation régulière de leur performance.

L'information sectorielle est donc **susceptible d'évoluer** quand le *reporting* interne varie, par exemple à la suite de changements d'activités ou de modèles économiques liés à des opérations de croissance externe, de restructuration ou d'abandon d'activité. Elle peut également évoluer en cas de modification dans les indicateurs suivis par le principal décideur opérationnel du Groupe.

Il convient d'assurer une **cohérence** entre les communiqués financiers et l'information sectorielle présentée dans les comptes, tant dans le découpage des secteurs que dans le choix des indicateurs de performance.

Par ailleurs, l'AMF recommande de compléter, le cas échéant, cette **information sectorielle** par une information sur les **zones géographiques** et **sous-secteurs opérationnels sensibles** dans la communication des résultats au marché ⁽²⁾.

(1) *Report on 2024 Corporate reporting enforcement and regulatory activities. ESMA*

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-05 (mise à jour le 28 juillet 2023) – Guide de l'information périodique des sociétés cotées (§ 10).

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

IFRS 8

Principe général de détermination des segments opérationnels	Secteurs déterminés sur la base du <i>reporting</i> interne
Informations quantitatives	<i>A minima</i> : produit des activités ordinaires, résultat sectoriel, actifs et passifs sectoriels
Méthodes d'évaluation des informations sectorielles	Évaluation conforme aux principes comptables adoptés pour le <i>reporting</i> interne et, le cas échéant, rapprochement des agrégats sectoriels avec les montants consolidés IFRS correspondants

3.3.5.3 Modification du périmètre de l'émetteur (publication d'informations *pro forma*)

La position de l'AMF relative à la modification du périmètre d'un émetteur est contenue dans la position-recommandation AMF n° 2021-02 (Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels), mise à jour le 28 juillet 2023.

Les modifications de périmètre peuvent être liées à une ou plusieurs acquisitions, cessions, scissions (*spin-off*), *carve out*, fusions, ou encore apports partiels d'actifs. Si les changements modifient significativement les états financiers consolidés, il convient de fournir des **informations *pro forma*** (une présentation comptable permettant de comparer à titre illustratif deux exercices comptables en harmonisant certains éléments variables comme le changement du périmètre de la société) illustrant les résultats du nouveau périmètre comme si l'opération avait eu lieu au début de la période reportée.

La nature des informations *pro forma* requises est équivalente, qu'elles soient incluses dans un URD ou un prospectus. Le tableau ci-dessous synthétise les différents textes et leur implication sur les informations *pro forma* à présenter :

	Textes	Facteurs déclenchants	Seuil	Période de présentation	Nature des informations	Rapport spécifique des CAC
Prospectus ou URD	Annexe 20 du Règlement délégué 2019/980 et les orientations de l'ESMA sur le prospectus n° 32-382-1138	Modification significative des valeurs brutes	25 % Le seuil doit s'apprécier collectivement si plusieurs opérations	Exercice en cours Exercice clôturé le plus récemment et/ou période intermédiaire la plus récente	Pas de définition précise, mais possibilité par exemple de donner : bilan, compte de résultat et notes explicatives, tableau de variation des capitaux propres	Oui (selon annexe 1 du Règlement délégué 2019/980)
Rapport financier	Position-recommandation AMF 2021-02	Aucune obligation de présenter une information <i>pro forma</i> (position-recommandation AMF 2021-02, Q.3.2.7)				
IFRS	IFRS 3, IFRS 5	Regroupement d'entreprises (IFRS 3)/Cession ou abandon d'activités (IFRS 5)	Aucun seuil	Exercice en cours (exercice concerné)	<ul style="list-style-type: none"> ■ IFRS 3 : impact sur le chiffre d'affaires et le résultat, comme si le regroupement avait eu lieu au premier jour de l'exercice ■ IFRS 5 : présentation des impacts sur le compte de résultat et le bilan sur des lignes séparées (retraitement du compte de résultat des exercices comparatifs mais pas des bilans comparatifs) 	Non (information incluse dans les notes annexes)

L'information *pro forma* à fournir dépendra également de la **date du facteur déclenchant**.

Selon l'ESMA, lorsqu'un émetteur établit des informations financières *pro forma* sur une base volontaire (en l'absence de modification significative des valeurs brutes, par exemple) qu'il inclut dans un prospectus ou un URD, ces informations doivent respecter les différentes exigences prévues par l'annexe 20 du Règlement délégué n° 2019/980 ⁽¹⁾ et notamment faire obligatoirement l'objet d'un **rapport ad hoc des commissaires aux comptes**. L'AMF a précisé qu'aucune dérogation ou allègement n'est possible, y compris dans le cas du dépôt d'un rapport financier annuel (RFA) ou d'un rapport financier semestriel (RFS) inclus ou incorporé par référence dans un URD ou prospectus ⁽²⁾.

3.3.5.4 Retraitement comptable

Lorsque l'émetteur procède à un retraitement comptable lié à une erreur et/ou à un changement de méthode comptable, l'information qui s'y rapporte est en principe communiquée au marché dans le cadre de l'information périodique dans les annexes des comptes ; elle doit être conforme aux principes édictés par la norme IAS 8 (« Méthodes comptables, changements d'estimations comptables et erreurs »).

Si l'émetteur estime qu'une communication immédiate est appropriée, son communiqué doit indiquer, *a minima*, les **impacts financiers du retraitement sur ses comptes** si l'information est suffisamment fiable,

l'origine et la nature de l'erreur, ainsi que, le cas échéant, les impacts sur les objectifs qu'il a éventuellement communiqués.

Il appartient à l'émetteur d'apprécier si la communication des conséquences éventuelles du retraitement sur ses clauses de sauvegarde ou *covenants* bancaires est opportune et justifiée.

L'ESMA ⁽³⁾ et l'AMF ⁽⁴⁾ ont également développé des recommandations relatives à l'application, depuis le 1^{er} janvier 2019, de l'interprétation IFRIC 23, « **Incertitude relative aux traitements fiscaux** ». L'AMF recommande aux sociétés significativement concernées de présenter dans les états financiers les principaux jugements effectués et hypothèses utilisées. À ce titre, les sociétés pourront utilement préciser :

- si la société a considéré isolément ou collectivement chaque traitement fiscal incertain ; et
- pour les positions considérées comme probablement non acceptées par l'administration fiscale, si l'incidence de cette incertitude a été évaluée en utilisant le montant le plus probable ou l'espérance mathématique (pondération des résultats des différents *scenarii* possibles par leur probabilité d'occurrence).

Le cas échéant, le retraitement pourra constituer une information privilégiée, qui devra faire l'objet d'une publication dès que possible.

3.3.6 PUBLICATION D'INFORMATIONS PROSPECTIVES OU ESTIMÉES

3.3.6.1 Informations prospectives qualitatives

La communication au marché par l'émetteur d'informations prospectives **qualitatives** est **obligatoire** :

- **dans le rapport de gestion préparé pour les besoins de l'Assemblée générale**, en application des articles L. 233-26 et L. 232-1 II du Code de commerce (article L. 233-26 : « *Le rapport de gestion du Groupe expose (...) l'évolution prévisible [de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation]* » ; article L. 232-1 II : « *Le rapport de gestion expose (...) l'évolution prévisible [de la société]* » ;
- **dans l'URD**, conformément au Règlement délégué n° 2019/980 de la Commission du 14 mars 2019 :
 - en application de la rubrique 18.7.1 de l'annexe 1 du Règlement délégué n° 2019/980, l'émetteur est tenu

de « *décrire tout changement significatif de la situation financière du Groupe survenu depuis la fin du dernier exercice pour lequel des états financiers audités ou des informations financières intermédiaires ont été publiés, ou fournir une déclaration négative appropriée* », et

- en application de la rubrique 10.1 de l'annexe 1 du Règlement délégué n° 2019/980, l'émetteur est tenu de « *fournir une description (i) des principales tendances récentes ayant affecté la production, les ventes et les stocks ainsi que les coûts et les prix de vente entre la fin du dernier exercice et la date du document d'enregistrement ; (ii) de tout changement significatif de performance financière du Groupe survenu entre la fin du dernier exercice pour lequel des informations financières ont été publiées et la date du document d'enregistrement, ou fournir une déclaration négative appropriée* »,
- en application de la rubrique 10.2 de l'annexe 1 du Règlement délégué n° 2019/980, l'émetteur est tenu de « *signaler toute tendance, incertitude, contrainte,*

(1) ESMA, Orientations relatives aux obligations d'information dans le cadre du Règlement Prospectus, Orientation 26 – ESMA32-382-1138 (4 mars 2021).

(2) Position-recommandation n° 2021-02 (mise à jour le 28 juillet 2023) : Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels, 3^e partie.

(3) Communication ESMA n° 32-63-791 du 22 octobre 2019.

(4) Recommandation AMF n° 2019-13 du 23 octobre 2019 – Arrêté des comptes 2019 et travaux de revue des états financiers.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

engagement ou événement dont l'émetteur a connaissance et qui est raisonnablement susceptible d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur, au moins pour l'exercice en cours ».

Dans certains cas, les informations prospectives qualitatives communiquées par un émetteur peuvent être requalifiées par l'AMF en **prévision** de résultats (voir *infra*).

3.3.6.2 Informations prospectives quantitatives

3.3.6.2.1 Des informations facultatives

La communication au marché par l'émetteur d'informations financières prospectives **quantitatives** concernant ses propres perspectives est **facultative** et s'effectue à son entière discrétion. Cette communication dépend notamment des spécificités et des pratiques sectorielles existant en la matière. À titre indicatif, selon le *Benchmark Cliff 2025* sur les communiqués de presse de résultats annuels 2024, 68 % des sociétés du CAC Large 60 fournissent des objectifs quantitatifs de résultats pour l'année à venir et 23 % au-delà.

Il convient de distinguer le traitement de la publication d'informations financières prospectives quantitatives selon qu'elle s'effectue **dans le cadre de l'information périodique ou dans le cadre d'un prospectus**. Le Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers de l'AMF reprend l'ensemble de la réglementation applicable aux prévisions ou estimations de bénéfice ⁽¹⁾.

3.3.6.2.2 Dans le cadre de l'information périodique

Parmi les informations financières prospectives, il convient de **distinguer les « objectifs » et les « prévisions »**. Cette distinction a été clarifiée en avril 2000 par le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit ⁽²⁾, lequel a indiqué que « *les objectifs traduisent de façon chiffrée et synthétique les effets attendus de la stratégie arrêtée par les organes dirigeants, que ce soit en termes commerciaux (par exemple : part de marché ou croissance du chiffre d'affaires, etc.) ou en termes financiers (par exemple : retour sur capitaux engagés, résultat par action, etc.). Ils expriment donc des buts que les responsables de l'entreprise se sont fixés en fonction de leur anticipation des conditions économiques prévalentes, souvent exprimées de façon normative, et des moyens qu'ils ont décidé de mettre en œuvre ».*

S'agissant des prévisions, le rapport de ce groupe de travail a énoncé que « *d'une manière générale, les prévisions sont les résultantes, chiffrées, d'études visant à déterminer un ensemble de grandeurs relatives à une période future (appelées hypothèses) »* et rappelle que « *la publication de prévisions de résultats sera*

généralement de la responsabilité des analystes financiers, car il s'agit d'un travail comportant par nature un fort degré d'aléa, les réalisations différant parfois de manière significative des prévisions initialement présentées ».

Dans le cas où les données financières sont qualifiées de « **prévisions** » (vs. « objectifs ») par l'émetteur dans son URD, elles doivent être accompagnées d'une **description des hypothèses sous-jacentes**. Les commissaires aux comptes n'ont plus de rapport à émettre sur ce point.

Lorsque l'émetteur choisit de publier des données financières prospectives quantitatives le concernant, la pratique consiste à communiquer ces objectifs ou ces prévisions à l'occasion de la publication de ses résultats semestriels ou annuels.

En toute hypothèse, l'émetteur ne peut communiquer des informations financières prospectives quantitatives au marché qu'à la condition que la fiabilité des données ait été contrôlée en interne et en amont, afin de s'assurer de la pertinence des informations communiquées et d'éviter que le public ne soit induit en erreur sur ses résultats prévisibles. Conformément aux recommandations du rapport du groupe de travail sur les avertissements sur résultats, la publication de données financières prospectives quantitatives par l'émetteur devrait indiquer clairement la nature de ces informations, « objectifs » ou « prévisions », ainsi que leur horizon.

Notons en outre, à titre illustratif, que l'AMF a rappelé en 2020, à l'occasion de la crise de la Covid-19, que les sociétés doivent assurer un suivi dans le temps des perspectives annoncées. Ainsi, l'AMF recommandait de procéder à des **abandons explicites d'objectifs financiers** plutôt qu'à des abandons implicites par la publication de nouveaux objectifs ne recouvrant que partiellement ceux qui ont été publiés précédemment. Par ailleurs, tout indicateur nouveau constituant un indicateur alternatif de performance, c'est-à-dire non directement issu des comptes, doit être défini. Enfin, l'Autorité considère qu'il peut être important de donner au marché une définition claire, sans ambiguïté, des principales hypothèses sur lesquelles l'émetteur fait reposer les objectifs financiers publiés.

Rappelons enfin qu'une décision de la Commission des sanctions de l'AMF a admis que les émetteurs puissent faire état de l'utilisation d'une certaine formulation pour atténuer leurs propos s'agissant d'éléments prospectifs. Dans cette affaire, un émetteur avait indiqué qu'il existait « *une incertitude inhérente à la réalisation du budget d'exploitation et du plan de financement* » et qu'« *en cas de non atteinte des hypothèses, l'évaluation des actifs et des passifs pourrait s'avérer inappropriée* » ⁽³⁾. La Commission avait relevé ces éléments pour refuser de sanctionner l'émetteur pour diffusions d'informations trompeuses.

(1) Position-recommandation n° 2020-06 du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(2) Rapport relatif aux avertissements sur résultats en date du 6 avril 2000 réalisé par le groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit et constitué sous l'égide de la COB.

(3) AMF, Commission des sanctions, 21 décembre 2017.

3.3.6.2.3 Dans le cadre d'un prospectus

Lorsque des informations financières prospectives quantitatives sont communiquées par l'émetteur dans le cadre d'un prospectus et que ces informations peuvent être qualifiées de « **prévisions de bénéfice** » au sens du Règlement Prospectus 2017/1129, elles doivent être accompagnées d'une **description des hypothèses sous-jacentes**. Le rapport des contrôleurs légaux n'est plus requis depuis l'entrée en vigueur du Règlement Prospectus 3.

La rubrique 11 de l'annexe 1 du Règlement délégué n° 2019/980 de la Commission du 14 mars 2019 précise les informations relatives aux prévisions (et estimations) de bénéfices que les émetteurs doivent publier au sein des documents d'enregistrement universels pour les titres de capital (ces dispositions sont applicables à l'URD par renvoi opéré par l'annexe 2 du Règlement délégué) :

- lorsqu'un émetteur a publié une prévision (ou une estimation) du bénéfice qui est encore en cours et est valable, celle-ci doit être incluse dans l'URD. Si une prévision (ou une estimation) du bénéfice a été publiée et est encore en cours mais n'est plus valable, l'émetteur doit fournir une déclaration en ce sens ainsi qu'une **explication des raisons pour lesquelles cette prévision (ou estimation) n'est plus valable** (11.1 de l'annexe 1) ;
- les prévisions (ou estimations) doivent être conformes aux principes suivants :
 - les hypothèses relatives à des facteurs que peuvent influencer les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance doivent être clairement distinguées des hypothèses relatives à des facteurs échappant totalement à leur **influence**,
 - les hypothèses doivent être **raisonnables**, aisément compréhensibles par les investisseurs, spécifiques et précises, et sans lien avec l'exactitude générale des estimations sous-tendant la prévision ;
- dans le cas d'une **prévision**, les hypothèses mettent en exergue pour l'investisseur les facteurs d'incertitude qui pourraient changer sensiblement l'issue de la prévision (11.2 de l'annexe 1) ;
- enfin, au sein du prospectus, une déclaration atteste que la prévision (ou l'estimation) du bénéfice a été établie et élaborée sur une base : (i) comparable aux informations financières historiques, (ii) conforme aux méthodes comptables de l'émetteur (11.3 de l'annexe 1).

3.3.6.3 Données estimées

De façon facultative, l'émetteur peut communiquer, en amont du communiqué d'annonce des résultats, des données financières estimées, après la date de clôture de l'exercice ou du semestre, mais avant la publication des comptes définitifs pour cette même période. Si, historiquement, les émetteurs ont pu recourir à cette communication de données financières estimées ou « provisoires », le raccourcissement des délais de publication fait que cette pratique tombe progressivement en désuétude.

En toute hypothèse, en dehors de certains cas particuliers (par exemple en cas de réalisation d'une opération financière après la fin d'une période comptable mais avant la publication des comptes), **une telle pratique n'est pas recommandée**.

Si l'émetteur décide de procéder à la publication de **données financières estimées**, il doit respecter les principes généraux rappelés par l'AMF dans son Guide de l'information périodique des sociétés cotées (position-recommandation de l'AMF n° 2016-05 mise à jour le 28 juillet 2023), dont notamment les principes suivants :

- toute information sur le patrimoine, la situation financière ou les performances de la société, autre que le chiffre d'affaires, délivrée entre la date de clôture des comptes et la date d'arrêté par **l'organe compétent** des comptes doit systématiquement être qualifiée de « résultats (ou données financières) estimé(e)s », à l'exclusion de toute autre terminologie, et l'émetteur doit **lever tout risque de confusion avec les comptes définitifs**, que ce soit dans la terminologie ou la présentation ;
- la communication doit clairement faire apparaître le **degré d'implication**, dans l'examen des données financières estimées, de l'organe compétent pour l'arrêté des comptes (Conseil d'administration ou Directoire selon le cas) ainsi que la date prévue d'arrêté officiel des comptes ;
- l'information donnée au marché doit être la plus **cohérente** et la plus **complète** possible, compte tenu de l'état d'avancement des travaux de clôture ;
- l'information doit notamment :
 - être suffisamment **claire** pour être compréhensible par l'ensemble des investisseurs,
 - être présentée selon les **agrégats habituellement utilisés** par l'émetteur et, si ceux-ci incluent des indicateurs alternatifs de performance, être précisément définie et rapprochée des agrégats comptables normalisés,
 - être présentée **en valeur absolue** et pas uniquement en termes d'indicateurs de progression relative (pourcentages),
 - être systématiquement accompagnée des **données comparables** issues des comptes de l'exercice précédent ainsi que d'un rappel des dernières données estimées publiées le cas échéant ;
- ne comporter **aucune omission** sur des éléments significatifs connus de l'émetteur et dont l'absence serait de nature à altérer la pertinence et la sincérité de la communication ;
- la fiabilité des informations communiquées au marché doit être assurée par le respect d'un **processus comptable et/ou budgétaire approprié** et l'émetteur doit indiquer que les données communiquées n'ont pas encore été vérifiées par les commissaires aux comptes ou qu'elles sont en cours d'audit ;
- si la publication ultérieure des comptes définitifs fait apparaître des écarts significatifs par rapport aux données estimées précédemment publiées, ces **écarts** devront être **expliqués** de manière spécifique.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Dans le cadre d'un prospectus, les règles applicables aux prévisions de bénéfices, en vertu de l'annexe 1 du Règlement délégué n° 2019/980 de la Commission du 14 mars 2019 (cf. par. Publication d'informations financières prospectives quantitatives – Dans le cadre d'un prospectus, p. 67), s'appliquent *mutatis mutandis* aux estimations de bénéfices.

Notons également que la Commission des sanctions de l'AMF a pu considérer que des résultats provisoires constituent une information privilégiée même s'ils sont « non fiables » « dès lors qu'il résultait de ces chiffres l'impossibilité avérée pour la société d'atteindre les objectifs qu'elle avait annoncés au public »⁽¹⁾.

S'agissant des **informations de durabilité**, les sociétés sont expressément autorisées par les normes ESRS à préciser que les informations prospectives sont « incertaines »⁽²⁾ et elles doivent indiquer lorsque des incertitudes importantes portent sur des métriques quantitatives⁽³⁾ et montants monétaires. Plus généralement, les normes permettent de recourir à des hypothèses et estimations dans le rapport de durabilité⁽⁴⁾.

3.3.6.4 Avertissement sur résultats (*profit warning*)

En dépit des efforts des sociétés pour avoir une politique de communication claire et stable dans le temps, une information régulière et de qualité, un événement exceptionnel peut contraindre une société à publier en urgence un avertissement sur résultats (*profit warning*) visant à informer le marché que ses **perspectives financières doivent être modifiées**. Au titre des obligations d'information permanente, cet avertissement sur résultats peut être **à la hausse ou à la baisse** (cf. article 17.1 du Règlement Abus de marché et du chapitre III « Information permanente » du Titre II, du Livre II du Règlement général de l'AMF et notamment de son article 223-2). La Commission des sanctions de l'AMF a prononcé une sanction pécuniaire à l'encontre de l'ancien dirigeant mandataire social exécutif d'une société, qu'elle a reconnu responsable du manquement de l'émetteur à son obligation de publier un avertissement sur résultats⁽⁵⁾.

L'information serait à publier qu'il s'agisse de résultats semestriels ou annuels.

L'ESMA a spécifiquement indiqué dans ses orientations relatives au Règlement Abus de marché que le report de publication d'une information privilégiée qui « 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 » serait susceptible d'induire le public en erreur.

L'AMF recommande⁽⁶⁾ ainsi 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⁽⁷⁾ ; 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⁽⁸⁾.

L'AMF considère en outre que l'information est suffisamment précise dès lors que **la société détient l'information relative à l'impossibilité d'atteindre** l'indicateur communiqué au marché⁽⁹⁾.

Lorsque **l'écart porte uniquement sur les hypothèses économiques retenues** (exemples : taux de change, anticipations différentes sur l'évolution des 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 ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes, une communication spécifique devrait intervenir pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant cet ou ces éléments. Cette communication peut être suivie d'une réunion d'analystes.

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 qui vont être prises afin que le marché puisse apprécier sa capacité à maîtriser les événements.

(1) AMF, Commission des sanctions., 3 mars 2015, SAN-2015-04.

(2) Règlement délégué du 31 juillet 2023, ESRS 1, Annexe B, paragraphe QC 15.

(3) Règlement délégué du 31 juillet 2023, ESRS 2, paragraphes 11-12.

(4) Règlement délégué du 31 juillet 2023, ESRS 1, paragraphe 89 : « L'utilisation d'hypothèses et d'estimations raisonnables, y compris sous forme de scénarios ou d'analyses de sensibilité, est un élément essentiel de la préparation des informations liées à la durabilité (...), à condition que les hypothèses et les estimations soient décrites et expliquées avec précision. ».

(5) AMF, Commission des sanctions., 21 décembre 2023, SAN-2023-18.

(6) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.4.2.

(7) En ce sens, voir par exemple AMF, Commission des sanctions, 2 avril 2015, SAN-2015-07.

(8) Pour des exemples de condamnation d'un émetteur ayant manqué à son obligation de communication immédiate de difficultés financières : voir notamment AMF, Commission des sanctions, 3 mars 2015, SAN-2015-04 ; AMF, Commission des sanctions, 20 juin 2017, SAN-2017-06.

(9) AMF, Commission des sanctions, 13 mars 2019, SAN-2019-03.

À noter qu'une décision récente de la Commission des sanctions de l'AMF fournit un exemple d'usage indu d'informations privilégiées relatives à des résultats annuels et semestriels meilleurs qu'attendus ⁽¹⁾.

L'obligation de publier une **information « dès que possible »** peut aussi trouver à s'appliquer pour les informations relatives à la **durabilité**, dès lors que

celles-ci revêtent le caractère d'une information privilégiée. Ainsi, dans l'hypothèse où un émetteur prendrait conscience qu'il n'est pas en mesure d'atteindre certaines projections publiées concernant des éléments de durabilité, il pourra être conduit à diffuser un communiqué de presse pour en informer le marché (ESG *warning* ou *sustainability warning*) lorsque ceux-ci revêtent la qualité d'information privilégiée.

3.3.7 RAPPORT SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

3.3.7.1 Définition

Les émetteurs peuvent inclure dans leur rapport financier annuel **le rapport sur le gouvernement d'entreprise** ainsi que le rapport du commissaire aux comptes sur ce rapport ⁽²⁾ afin d'être dispensés d'une publication séparée de ces informations réglementées. Le rapport sur le gouvernement d'entreprise remplace le rapport du président et relève de la compétence du Conseil d'administration ou de surveillance. Il peut être joint ou intégré au rapport de gestion (uniquement pour les SA à Conseil d'administration).

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit comprendre des informations sur :

- la gouvernance (articles L. 225-37-4 et L. 22-10-10 du Code de commerce) ;
- l'organisation de ses travaux ;
- les conventions réglementées ;
- les délégations accordées par l'Assemblée générale ;
- la politique de diversité appliquée aux membres du Conseil ;
- les éventuelles limitations que le Conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général ; et
- les rémunérations des mandataires sociaux.

3.3.7.2 Gouvernance

Les dispositions de la Directive 2013/34/UE instaurant le principe **« appliquer ou expliquer »** ont été transposées à l'article L. 22-10-10,4^o du Code de commerce. Lorsqu'une société se réfère volontairement à un Code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour

lesquelles elles l'ont été, ainsi que le lieu où ce Code peut être consulté, ou, à défaut d'une telle référence à un Code, les raisons pour lesquelles la société a décidé de ne pas s'y référer ainsi que, le cas échéant, les règles retenues en complément des exigences requises par la loi, doivent être suffisamment claires, précises et complètes. Elles doivent porter sur (i) les recommandations effectivement appliquées par les sociétés (qui doivent alors décrire de quelle manière elles les appliquent et faire apparaître ces informations sur leur site Internet) et (ii) les recommandations auxquelles les sociétés dérogent (elles doivent notamment expliquer de quelle manière elles y dérogent, quelles sont les raisons de cette dérogation et quelles sont les mesures mises en œuvre afin d'atteindre l'objectif sous-jacent de la recommandation en question).

Les deux principaux Codes de gouvernement d'entreprise auxquels se réfèrent les émetteurs à ce jour sont le **Code AFEP-MEDEF** de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ⁽³⁾ (dont la dernière version a été modifiée en décembre 2022, applicable pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2023) et le **Code Middenext** ⁽⁴⁾ pour les petites et moyennes valeurs (dont la dernière version a été modifiée le 12 septembre 2021). Notons que le Code AFEP-MEDEF, tout comme l'AMF, recommandent aux émetteurs d'indiquer dans une rubrique ou un tableau spécifique de l'URD ou du rapport annuel toutes les recommandations qu'elles n'appliquent pas et les explications afférentes ⁽⁵⁾. Le guide d'application du Code AFEP-MEDEF contient à ce titre un récapitulatif des informations à faire figurer dans les rapports sur le gouvernement d'entreprise afin de répondre à l'obligation **« appliquer ou expliquer »** de l'article L. 22-10-10 du code de commerce. L'AMF a recensé plusieurs cas de dérogation aux critères d'indépendance sans explication circonstanciée et appelle les sociétés à fournir des justifications plus claires et adaptées à leur situation particulière ⁽⁶⁾.

(1) AMF, Commission des sanctions, 13 mars 2023, SAN-2023-04.

(2) Selon la norme d'exercice professionnel 9510 révisée et publiée au *Journal officiel* en octobre 2018, le commissaire aux comptes formule ses conclusions sur le rapport sur le gouvernement d'entreprise dans la partie de son rapport sur les comptes annuels relative à la vérification du rapport de gestion, des autres documents sur la situation financière et les comptes et des informations relevant du rapport sur le gouvernement d'entreprise. Le commissaire aux comptes n'a donc pas de rapport distinct à rédiger sur le rapport sur le gouvernement d'entreprise, contrairement à ce que pourrait faire penser la rédaction de l'ancien article L. 225-235 du Code de commerce.

(3) Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées élaboré par l'Association française des entreprises privées (AFEP) et le Mouvement des entreprises de France (MEDEF). Ce Code agrège et met en perspective l'ensemble des principes de bon fonctionnement et de transparence des sociétés cotées.

(4) Association professionnelle française indépendante créée en 1987 regroupant des valeurs moyennes et petites (capitalisation boursière ≤ 1 milliard d'euros) cotées sur Euronext ou Euronext Growth.

(5) Recommandation AMF DOC-2012-02, mise à jour le 14 décembre 2023, art. 28.

(6) *Ibid.*

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit présenter la composition des organes de direction, d'administration ou de surveillance et la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chaque mandataire social durant l'exercice.

3.3.7.3 Organisation des travaux du Conseil d'administration ou de surveillance

En pratique, les réunions de la Direction générale ou du Directoire ne font l'objet d'aucune communication au public.

3.3.7.3.1 Réunions du Conseil

Une communication relative aux **réunions** du Conseil d'administration ou de surveillance et aux travaux des Comités spécialisés (voir page 62, 3.3.7.3.2 « Comités spécialisés du Conseil ») doit figurer dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise (le cas échéant dans le document d'enregistrement universel, qui indique notamment leurs composition, missions et activité sur l'exercice). Le Code AFEP-MEDEF ajoute que le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit également donner aux actionnaires toute information utile sur la **participation individuelle des administrateurs à ces séances et réunions** ⁽¹⁾.

En principe, les émetteurs ne diffusent un communiqué de presse qu'à l'issue des réunions de leur Conseil d'administration ou de leur Conseil de surveillance relatives à une prise de décision importante susceptible d'avoir une influence sensible sur son cours de Bourse (arrêté des comptes, décision de lancer une opération financière, etc.). Comme toute information privilégiée, cette communication peut cependant être différée (voir page 27, 2.5.3 « Décider de différer »).

Lorsque la réunion du Conseil d'administration n'est pas relative à une telle décision, une communication immédiate au marché n'apparaît pas nécessaire.

Enfin, le Code AFEP-MEDEF recommande **que les administrateurs non exécutifs se réunissent au moins une fois par an hors la présence des administrateurs exécutifs ou internes** ⁽²⁾. L'émetteur devra rendre compte de telles réunions ou respecter le principe « appliquer ou expliquer » en expliquant pourquoi elles n'ont pas été tenues.

L'AMF recommande aux sociétés ayant désigné un administrateur référent de publier chaque année un bilan de son activité, afin que puissent être appréciés, d'une part, la nature des diligences et missions conduites dans ce cadre, et d'autre part, l'usage qu'il a pu faire des prérogatives qui lui ont été reconnues ⁽³⁾.

3.3.7.3.2 Comités spécialisés du Conseil

Tout émetteur dont les titres sont cotés sur un marché réglementé a l'obligation de créer un Comité interne, agissant sous la responsabilité exclusive et collective des membres du Conseil d'administration ou de surveillance et uniquement composé de membres de ces organes, à l'exclusion des dirigeants de la société, notamment chargé d'assurer le **suivi du processus d'élaboration de l'information financière**, de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques, du contrôle légal des comptes annuels et, le cas échéant, des comptes consolidés par les commissaires aux comptes, et de l'indépendance des commissaires aux comptes (C. com. art. L. 821-67). Il s'agit en pratique du **Comité d'audit**.

À noter que dans le cadre de la transposition de la Directive CSRD (voir page 71, 3.3.9 « Informations sur la RSE »), les missions du Comité d'audit sont, par principe, étendues notamment au **suivi du processus de communication d'informations en matière de durabilité** y compris du processus de publication numérique et du processus mis en œuvre par l'entreprise pour déterminer les informations publiées conformément aux normes pour la communication d'informations en matière de durabilité tels que prévus par la CSRD ⁽⁴⁾ (il est précisé que le Conseil d'administration peut décider de confier ces missions à un autre comité spécialisé qui devra être composé avec les mêmes exigences que le Comité d'audit).

L'AMF recommande que les membres et le président du Comité d'audit soient tous clairement identifiés et que dans le paragraphe de présentation des membres du Conseil, des développements spécifiques soient consacrés à la description des compétences des membres du Comité d'audit ⁽⁵⁾.

En matière de communication financière, un groupe de travail formé par l'AMF a préconisé que le Comité d'audit s'assure de l'existence d'un **processus de préparation des communiqués de presse** annuels, semestriels et, le cas échéant, trimestriels ⁽⁶⁾.

Des dérogations à l'obligation de créer un Comité d'audit existent. En sont ainsi dispensées les personnes et entités contrôlées par une entité elle-même dotée d'un tel Comité, certains organismes de placement collectif, certains établissements de crédit, ou encore les personnes et entités disposant d'un organe chargé de l'administration ou de la surveillance qui remplit les fonctions de ce Comité.

(1) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 12.1.

(2) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 12.3.

(3) Recommandation AMF DOC-2012-02, mise à jour le 14 décembre 2023, art. 4.

(4) Directive 2006/43/CE art. 39 modifié par la Directive 2022/2464/UE du 14 décembre 2022.

(5) Recommandation AMF DOC-2012-02, modifiée le 5 janvier 2022, art. 1.1.10.

(6) Rapport final sur le Comité d'audit, groupe de travail présidé par Olivier Poupart, membre du collège de l'AMF, 22 juillet 2010.

Outre les missions dévolues par la loi au Comité d'audit, **chaque Conseil peut décider de créer d'autres Comités spécialisés** ⁽¹⁾, en charge par exemple de la stratégie, des nominations, des rémunérations, ou encore des enjeux liés à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise.

La mise en place d'un Comité spécialisé sur la RSE (dédié ou combiné avec un autre comité) est recommandée par le Code AFEP-MEDEF (Code de gouvernement des sociétés cotées, version de décembre 2022, art. 16) et par le Code Middlednext (Code de gouvernement d'entreprise Middlednext, mis à jour en septembre 2021, R8. Ce dernier prévoit toutefois que le Conseil peut, en fonction de sa taille, siéger en formation « Comité RSE »). Middlednext recommande, en outre, que ce Comité soit présidé par un administrateur indépendant (Recommandations RSE 2024).

Selon le Baromètre IFA–Ethics & Boards 2024, 86 % des conseils du SBF 120 sont désormais dotés d'un comité en charge de la RSE/ESG, confirmant la forte progression observée au cours des dernières années (26 % des entreprises du SBF 120 disposaient d'un comité RSE/ESG en 2015, 80 % en 2023) ⁽²⁾. De façon plus minoritaire, certaines sociétés ont désigné un administrateur référent climat (et/ou d'un administrateur spécialisé climat).

L'AMF a en outre relevé les bonnes pratiques suivantes relatives à la prise en compte de la RSE par les Comités du Conseil (Comité d'audit et Comité RSE) (rapport 2022 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées du 1^{er} décembre 2022) :

- s'interroger sur **l'articulation entre les missions du Comité RSE et des autres Comités** et d'en rendre compte dans l'URD ;
- organiser une **collaboration entre le Comité d'audit et le Comité RSE** dans l'analyse des risques ;
- préciser les **rôles respectifs du Comité RSE et du Comité d'audit** s'agissant du rapport de durabilité ou de la DPEF en confiant, par exemple, son élaboration à l'un et sa révision à l'autre ;
- enfin, publier des informations permettant aux investisseurs de comprendre le **rôle précisément joué par le Comité d'audit** ou l'organe qui en exerce les fonctions dans l'élaboration de l'information extra-financière et dans l'évaluation des risques extra-financiers. En outre, le Comité d'audit, ou l'organe qui en exerce les fonctions, devrait régulièrement s'assurer de la pertinence et de l'intégrité de l'information fournie au Conseil en matière de RSE.

Parmi les **missions du Comité RSE**, l'AMF insiste sur son rôle en matière climatique et recommande que les résolutions climatiques soumises au vote des actionnaires (*say on climate*) par le Conseil d'administration soient étudiées par le Comité RSE et qu'il en soit rendu compte dans l'URD.

Dans le cadre de la mise en oeuvre de la CSRD, **l'articulation entre le Comité d'audit** chargé des missions de l'article L. 821-67 ⁽³⁾ **et le Comité RSE** devra être précisément définie (notamment dans le règlement intérieur du Conseil d'administration). En effet, au-delà des éléments prévus à l'article énoncé (qui sont par principe du ressort du Comité d'audit), le contenu du rapport de durabilité a également vocation à contenir des informations de nature stratégique et prospective qui pourraient être examinées par d'autres comités spécialisés du Conseil d'administration (Comité RSE, Comité stratégique...).

La communication au marché relative à la création et au fonctionnement des Comités spécialisés est effectuée **dans le cadre de l'information périodique** (dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise concernant les conditions d'organisation et de préparation des travaux du Conseil ⁽⁴⁾ et dans le document d'enregistrement universel). Une communication immédiate au marché n'est pas nécessaire.

L'émetteur peut, toutefois, souhaiter procéder à une publicité immédiate de la création d'un Comité spécialisé afin de mettre en avant la mise en oeuvre de bonnes pratiques de gouvernance, par exemple lors de la constitution du comité *ad hoc* dans le cadre de l'examen d'une opération spécifique ou pour les travaux de sélection d'un futur dirigeant.

3.3.7.4 Conventions réglementées

Depuis la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises (Pacte) ⁽⁵⁾, les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent publier des informations sur les conventions dites « réglementées » (intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un des membres du Directoire ou du Conseil de surveillance, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant) au sens de l'article L. 233-3) sur le site Internet de la société au plus tard au moment de la conclusion de la convention.

(1) Article R. 225-29 du Code de commerce.

(2) IFA : Baromètre IFA-Ethics & Boards 2024 des conseils du CAC 40 et du SBF 120 : « Les évolutions de la gouvernance post-AG 2024 : RSE, partage de la valeur, comité de gouvernance, évaluation des conseils. », 19 septembre 2024.

(3) Il est précisé que les missions prévues à l'article L. 821-67 du Code de commerce ne peuvent être séparés en plusieurs comités.

(4) Article L. 22-10-10, 1^o du Code de commerce.

(5) Articles L. 225-39, L. 225-40, L. 22-10-12 et L. 22-10-13 du Code de commerce, ou, selon le cas, L. 225-87, L. 225-88, L. 22-10-29 et L. 22-10-30 du Code de commerce.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Un décret est venu préciser les informations à publier ⁽¹⁾ :

- le **nom** ou la **dénomination sociale** de la personne directement ou indirectement intéressée ;
- la **nature de sa relation** avec la société ;
- la **date** ; et
- les **conditions financières** de la convention.

Cette publication doit également contenir « *toute autre information nécessaire pour évaluer l'intérêt de la convention pour la société et les actionnaires, y compris minoritaires, qui n'y sont pas directement ou indirectement intéressés. Ces informations comportent notamment l'objet de la convention et l'indication du rapport entre son prix pour la société et le dernier bénéfice annuel de celle-ci* ».

Toute personne intéressée peut demander au Président du Tribunal statuant en référé d'enjoindre, le cas échéant sous astreinte, au Conseil d'administration ou au Directoire de publier ces informations.

Notons que l'AMF a publié plusieurs recommandations relatives aux conventions réglementées dans sa recommandation 2012-05, incitant notamment le Conseil d'administration à « *nommer un expert indépendant lorsque la conclusion d'une convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société et/ou du groupe* » et à « *mentionner l'expertise indépendante demandée par le Conseil d'administration dans le rapport spécial et la rendre publique sous réserve, le cas échéant, des éléments pouvant porter atteinte au secret des affaires* » ⁽²⁾. On constate toutefois en pratique que les rapports d'expertises indépendantes sont rarement publiés intégralement par les émetteurs.

Ces conventions doivent figurer **dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise**, à l'exception de celles portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales ⁽³⁾. En revanche, doit être décrite la procédure devant être mise en place par le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance, selon le cas, pour évaluer régulièrement si les conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales remplissent bien ces conditions (étant précisé que les personnes directement ou indirectement intéressées à l'une de ces conventions ne

participent pas à son évaluation) ⁽⁴⁾. L'information prévue au 6° de l'article L. 22-10-10 du Code de commerce n'emporte pas une description détaillée de tout le *process* de contrôle interne de passation et recensement des conventions courantes. Elle doit permettre de justifier d'une information suffisante du Conseil pour s'assurer du maintien de critères et de *process* appropriés.

L'AMF a précisé que des actionnaires agissant de concert, notamment lorsque le concert prévoit une politique de vote commune, ne devraient pas peser sur le vote d'une convention contractée avec l'un des co-concertistes. ⁽⁵⁾

3.3.7.5 Délégations accordées par l'Assemblée générale

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise comprend un **tableau récapitulatif des délégations** en cours de validité accordées par l'Assemblée générale des actionnaires dans le domaine des augmentations de capital, par application des articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2, et faisant apparaître l'utilisation faite de ces délégations au cours de l'exercice.

3.3.7.6 Politique de diversité appliquée aux membres du Conseil

Pour les sociétés dépassant deux des trois seuils prévus par l'article R. 22-10-29 ⁽⁶⁾ du Code de commerce (total du bilan de 20 millions d'euros, montant net du chiffre d'affaires de 40 millions d'euros, nombre moyen de salariés permanents de 250), le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit comprendre la description de la politique de diversité appliquée aux membres du Conseil d'administration au regard de **critères tels que l'âge, le sexe ou les qualifications et l'expérience professionnelle**, ainsi qu'une description des objectifs de cette politique, de ses modalités de mise en œuvre et des résultats obtenus au cours de l'exercice écoulé. Cette description est complétée par des informations sur la manière dont la société recherche une **représentation équilibrée des femmes et des hommes** au sein du Comité mis en place, le cas échéant, par la Direction générale en vue de l'assister régulièrement dans l'exercice de ses missions générales et sur les résultats en matière de mixité dans les 10 % de postes à plus forte responsabilité ⁽⁷⁾.

(1) Article 2 du décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019 portant transposition de la Directive 2017/828 du 17 mai 2017, codifié aux articles R. 22-10-17 et R. 22-10-19 du Code de commerce.

(2) AMF, recommandation 2012-05, proposition 4.6.

(3) Ajout de la loi Pacte aux articles L. 225-37-4, 2° et L. 22-10-10 du Code de commerce.

(4) Ajout de la loi Pacte au nouvel article L. 22-10-10, 6° du Code de commerce. Selon l'ANSA (communication n° 19-061, décembre 2019) : « *C'est le Conseil d'administration (ou Conseil de surveillance) qui est chargé de l'établissement de la procédure d'évaluation prévue par la loi, dans un contexte de liberté assez large* » ; analyse confirmée après l'entrée en vigueur de la loi Pacte (Brochure ANSA n° 212-2020 – Journée d'étude de l'ANSA, Fiche n° I-5 : Conventions réglementées, personnes directement ou indirectement intéressées, publication, procédure d'évaluation des conventions courantes).

(5) Recommandation AMF, recommandation 2012-05, mise à jour le 29 avril 2021, proposition 4.2.

(6) Article modifié à compter du 1^{er} janvier 2025 et remplacé par l'article D. 230-1 du code de commerce, qui prévoit de nouveaux seuils (total du bilan de 25 M€, total montant net du chiffre d'affaires net de 50 M€, nombre moyen de salariés permanents de 250).

(7) Article L. 22-10-10 du Code de commerce ; Ajout issu de la loi n° 2018-771 du 5 septembre 2018 pour la liberté de choisir son avenir professionnel. Selon l'ANSA (loi pour la liberté de choisir son avenir professionnel : déclaration de performance extra-financière, rapport sur le gouvernement d'entreprise et délibération annuelle du Conseil sur l'égalité professionnelle, septembre 2018, n° 18-039), au regard des termes utilisés par le législateur, ne devrait être visé que le « Comex », à l'exclusion des Comités du Conseil et des autres Comités mis en place par la Direction générale afin de traiter de sujets particuliers et/ou ponctuels.

L'article 14 de la loi Rixain du 24 décembre 2021 a créé une obligation de représentation équilibrée entre les femmes et les hommes dans les instances dirigeantes des grandes entreprises, accompagnée d'une obligation de transparence en la matière. Les entreprises qui emploient au moins 1 000 salariés pour le troisième exercice consécutif doivent calculer et publier leurs écarts éventuels de représentation entre les femmes et les hommes parmi leurs cadres dirigeants et les membres de leurs instances dirigeantes, chaque année au plus tard le 1^{er} mars. Elles doivent ensuite communiquer leurs résultats ainsi que leurs modalités de publication au CSE et **transmettre ces informations à l'administration sur le portail de déclaration « Représentation équilibrée »**. En outre, les entreprises devront atteindre un objectif d'au moins 30 % de femmes ou d'hommes parmi les cadres dirigeants et de 30 % de femmes ou d'hommes parmi les membres d'instances dirigeantes à partir du 1^{er} mars 2026. Le rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise publié en décembre 2024 souligne l'enjeu de la mise en conformité avec cet objectif, qui sera de 40 % à partir du 1^{er} mars 2029 : les entreprises disposeront alors d'un délai de deux ans pour se mettre en conformité avec ces objectifs, **sous peine de pénalité financière**.

À noter que la Directive 2022/2381 du 23 novembre 2022 relative à un meilleur équilibre entre les femmes et les hommes parmi les administrateurs des sociétés cotées qui fixe des règles de mixité à atteindre avant le 30 juin 2026 vise les systèmes monistes et dualistes, il semble donc qu'elle s'appliquera aux directoires (art. 3§2).

Si la société n'applique pas une telle politique, le rapport sur le gouvernement d'entreprise comprendra une explication des raisons le justifiant.

L'objectif de diversité hommes/femmes est aussi assuré par la détermination, par le Conseil, d'un **processus de nomination d'un directeur général délégué**, garantissant jusqu'à son terme la présence d'au moins une personne de chaque sexe parmi les candidats. Les propositions de nomination s'efforcent de rechercher une représentation équilibrée (C. com., art. L. 225-53).

Le Code AFEP-MEDEF recommande que des **objectifs de mixité hommes/femmes au sein des instances dirigeantes** ⁽¹⁾ soient clairement établis. Le Conseil d'administration détermine, sur proposition de la Direction générale, des objectifs en termes de mixité des instances dirigeantes et l'horizon de temps pour y parvenir. Si ces objectifs ne sont pas atteints, le Conseil s'en explique dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise et précise les mesures prises pour y remédier ⁽²⁾. La notion d'instance dirigeante comprend non seulement le Conseil, les Comités exécutifs et de direction et, plus largement, l'encadrement

supérieur. Le Code Middenext recommande, de son côté, que le Conseil vérifie qu'une politique visant à l'équilibre femmes/hommes et à l'équité est bien mise en œuvre à chaque niveau hiérarchique de l'entreprise en tenant compte du contexte métier. La politique engagée et les résultats obtenus sont à indiquer dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise ⁽³⁾.

De plus, l'ordonnance n° 2024-934 du 15 octobre 2024 a transposé la directive européenne 2022/2381 du 23 novembre 2022 (dite « *Women on Boards* »), étendant les **obligations de représentation équilibrée entre les femmes et les hommes aux représentants des salariés et aux représentants des salariés actionnaires** au sein des conseils d'administration et de surveillance. Ainsi, les sociétés concernées doivent veiller à constituer des collèges distincts pour l'application de la règle d'équilibre, en fonction des modalités de désignation des administrateurs : un collège pour les administrateurs désignés par les actionnaires, un autre pour ceux représentant les salariés, et le cas échéant, un troisième pour les représentants des salariés actionnaires. Cette organisation permet de garantir que la proportion minimale de chaque sexe est respectée au sein de chaque groupe de désignation, conformément à la logique de représentation propre à chaque collège.

À ce titre, l'AMF a été désignée comme l'autorité compétente pour l'analyse et la surveillance de l'équilibre entre les femmes et les hommes parmi les administrateurs des sociétés cotées.

3.3.7.7 Rémunérations et avantages en nature

3.3.7.7.1 Rémunérations des dirigeants

En principe, la communication au marché concernant la rémunération des dirigeants et l'information relative à l'attribution et à l'exercice des *stock-options* et des attributions gratuites d'actions est effectuée **dans le cadre de l'information périodique** (l'information est intégrée dans les **états financiers**, dans le **rapport sur le gouvernement d'entreprise** et dans le **document d'enregistrement universel**). Le Code AFEP-MEDEF prévoit toutefois que les sociétés rendent publics, immédiatement après la réunion du Conseil les ayant arrêtés, « *tous les éléments de rémunération potentiels ou acquis des dirigeants mandataires sociaux* ». (recommandation 27.1 du Code AFEP-MEDEF, décembre 2022).

L'AMF souligne l'importance pour les sociétés cotées de détailler les **critères de performance utilisés pour déterminer la rémunération variable des dirigeants**, en précisant leur pondération et les objectifs associés, afin de renforcer la transparence et d'améliorer le dialogue avec les actionnaires ⁽⁴⁾.

(1) Est considérée comme instance dirigeante toute instance mise en place au sein de la société, par tout acte ou toute pratique sociétaire, aux fins d'assister régulièrement les organes chargés de la direction générale dans l'exercice de leurs missions (C. com. art. L 23-12-1).

(2) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 8.

(3) Code de gouvernement d'entreprise Middenext, mis à jour en septembre 2021, R15.

(4) AMF, Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF – présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF, DOC-2012-02, mis à jour le 28 juillet 2023.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Pour éviter le morcellement de l'information, l'AMF recommande en outre aux sociétés de veiller à ce que les explications fournies pour justifier certains éléments de la rémunération allouée aux dirigeants mandataires sociaux au titre d'un exercice donné, quand bien même elles auraient déjà été communiquées aux investisseurs (dans des communiqués de presse ou sur le site Internet de l'émetteur notamment), soient rappelées dans le DEU ou le rapport annuel de l'exercice considéré ⁽¹⁾.

Le **Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels** ⁽²⁾ précise les modalités selon lesquelles la rubrique « Rémunérations et avantages » doit être rédigée. Il est recommandé de présenter les rémunérations de chacun des mandataires sociaux sous forme de tableaux récapitulatifs, dont un modèle est reproduit en **Annexe 2 du guide**.

Depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 27 novembre 2019, prise en application de la loi Pacte ⁽³⁾, toutes les indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions et les « retraites chapeaux » sont soustraits au régime des conventions réglementées et **soumis au vote des actionnaires au titre du dispositif de say on pay** (voir page 106, 3.6.3.4 « Vote sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux »).

Dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise, pour les seules sociétés dont les actions sont cotées, **des informations sur la politique de rémunération des mandataires sociaux** doivent figurer (articles L. 22-10-8 et L. 22-10-26 du Code de commerce) :

- les **composantes de la rémunération fixe et variable (politique de rémunération)** et le processus de décision suivi pour la détermination de cette politique, sa révision et sa mise en œuvre. Le contenu et les modalités de la publicité de la politique de rémunération sont fixés par l'article R. 22-10-14 du Code de commerce ⁽⁴⁾ ;
- **des informations sur les rémunérations et avantages octroyés pour chaque mandataire social**, y compris les mandataires sociaux dont le mandat a pris fin et ceux nouvellement nommés au cours de l'exercice écoulé (article L. 22-10-9 du Code de commerce) :
 - la **rémunération totale et les avantages de toute nature** versés par la société durant l'exercice, en distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels, y compris sous forme d'attribution de titres de capital, de titres de créance ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la société, de sa

mère ou d'une filiale, ou attribués à raison du mandat au titre du même exercice, en indiquant les principales conditions d'exercice des droits, notamment le prix et la date d'exercice et toute modification de ces conditions,

- la **proportion relative** de la rémunération fixe et variable ⁽⁵⁾,
- l'utilisation de la possibilité de demander la **restitution** d'une rémunération variable,
- les engagements de toute nature pris par la société et correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la **prise**, de la **cessation** ou du **changement des fonctions** ou postérieurement à l'exercice de celles-ci, notamment les engagements de retraite et autres avantages viagers, en mentionnant, dans des conditions et selon des modalités fixées par l'article D. 22-10-16 du Code de commerce, les modalités précises de détermination de ces engagements et l'estimation du montant des sommes susceptibles d'être versées à ce titre,
- toute rémunération versée ou attribuée par une **entreprise comprise dans le périmètre de consolidation** au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce,
- pour le président du Conseil d'administration, le directeur général et chaque directeur général délégué, les ratios entre le niveau de la rémunération de chacun de ces dirigeants et, d'une part, la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux, d'autre part, la rémunération médiane sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux (dits « **ratios d'équité** »),
- **l'évolution annuelle** de la rémunération, des performances de la société, de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les dirigeants, et des ratios mentionnés au paragraphe précédent, au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison,
- la manière dont le **vote** de la dernière Assemblée générale ordinaire prévu au II de l'article L. 22-10-34 du Code de commerce a été pris en compte (voir page 106, 3.6.3.4 « Vote sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux »),
- tout **écart** par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération et toute dérogation appliquée conformément au deuxième alinéa du III de l'article L. 22-10-8 du Code de commerce, y compris

(1) Rapport annuel 2016 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 45.

(2) Position-recommandation AMF DOC n° 2021-02, mise à jour le 28 juillet 2023.

(3) Ordonnance n° 2019-1234 du 27 novembre 2019 relative à la rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées.

(4) Le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, actualisé en décembre 2022, recommande que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs intègre « plusieurs critères liés à la responsabilité sociale et environnementale, dont au moins un critère en lien avec les objectifs climatiques de l'entreprise ».

(5) Ajout de la loi Pacte à l'article L. 22-10-9 du Code de commerce.

l'explication de la nature des circonstances exceptionnelles et l'indication des éléments spécifiques auxquels il est dérogé,

- l'application des dispositions du second alinéa de l'article L. 225-45 et de l'article L. 22-10-14 relatives à la suspension du versement de la rémunération lorsque le Conseil d'administration n'est pas composé conformément au premier alinéa des articles L. 225-18-1 et L. 22-10-3 ;
- depuis la loi Pacte ⁽¹⁾, le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit également préciser d'autres points, notamment la **manière dont la rémunération totale de chaque dirigeant respecte la politique de rémunération adoptée**, y compris la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société, lors du vote *ex post* (voir page 106, 3.6.3.4 « Vote sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux »).

Précisions sur les ratios d'équité

Les SA et SCA dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent fournir dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprise ces ratios d'équité ⁽²⁾.

L'AFEP a précisé ⁽³⁾ les éléments de rémunération à prendre en compte, tant au numérateur (rémunérations des dirigeants) qu'au dénominateur (rémunérations des salariés) pour le calcul de ces ratios. Elle considère notamment que **les indemnités de départ, de non-concurrence ou les régimes de retraite supplémentaires doivent être exclus de ces calculs**, tant pour les dirigeants que pour les salariés. Afin d'uniformiser les présentations des ratios et d'en permettre la comparaison, l'AFEP propose dans ses lignes directrices l'utilisation d'un modèle de tableau sous lequel des précisions méthodologiques appliquées par les sociétés sont attendues.

Le Code AFEP-MEDEF recommande pour les *holdings* sans salariés (ou ayant peu de salariés) de prendre en compte au dénominateur un périmètre de masse salariale incluant les **salaires du personnel français des filiales dont la société holding a le contrôle exclusif** ⁽⁴⁾. Cette recommandation va au-delà des exigences de la loi, qui ne vise que les salariés de la société cotée, tenue de fournir ces ratios d'équité dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Le Code Middlednext recommande de publier une « *comparaison par rapport au SMIC, valeur de référence indépendante et dénominateur fixe pour toutes les*

entreprises. Chaque entreprise est invitée à communiquer, si elle le souhaite, le montant du salaire le plus bas s'il est supérieur au SMIC » ⁽⁵⁾.

L'AMF a formulé des recommandations ⁽⁶⁾ destinées à améliorer la transparence sur la **methodologie** retenue par les sociétés pour le calcul des ratios d'équité portant sur :

- le **périmètre des salariés** retenu. Il est à ce titre précisé que le périmètre légal obligatoire est celui de la société cotée. Si celui-ci n'est pas significatif (notamment si la société n'a pas de salarié) le Code Afep-Medef recommande que les sociétés publient également l'information sur un périmètre plus représentatif par rapport à la masse salariale (ou les effectifs en France) des sociétés du groupe. Le Code considère à ce titre que 80 % des effectifs en France peut être considéré comme un périmètre significatif ;
- la prise en compte des rémunérations des dirigeants.

L'AMF recommande par ailleurs de **présenter le ratio d'équité par fonction** (président du Conseil d'administration, directeur général, etc.), **puis par personne**, et de commenter les évolutions de la gouvernance en mentionnant les dates de création, suppression, occupation des fonctions ainsi que les noms des personnes ayant occupé ou occupant ces fonctions.

3.3.7.7.2 Indemnité de prise de fonctions

L'AFEP-MEDEF, l'AMF et le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise recommandent aux émetteurs de rendre public le montant de cette indemnité au moment de sa fixation, même en cas de paiement échelonné ou différé, étant précisé que cette indemnité ne peut être accordée qu'à un **nouveau dirigeant mandataire social exécutif venant d'une société extérieure au Groupe** (paragraphe 26.4 du Code AFEP-MEDEF), et de faire preuve de davantage de transparence sur les avantages perdus dont bénéficiait l'intéressé au titre de ses précédentes fonctions dans la mesure où ils peuvent être rendus publics.

Les rapports du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise révèlent que l'attribution de telles indemnités est rare en pratique.

3.3.7.7.3 Indemnité de départ

L'indemnité de départ doit être prévue dans la politique de rémunération soumise à l'approbation de l'assemblée générale et son versement sera soumis au vote *ex post*. Elle ne pourra être versée au dirigeant concerné qu'en cas d'approbation.

(1) Article L. 22-10-9 du Code de commerce.

(2) Article L. 22-10-9 du Code de commerce.

(3) Lignes directrices sur les multiples de rémunération du 28 janvier 2020, mises à jour en février 2021.

(4) Code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, mis à jour en décembre 2022, art. 27.2.

(5) Code de gouvernement d'entreprise Middlednext, mis à jour en septembre 2021, R16.

(6) Position-recommandation AMF n° 2021-02, mise à jour le 28 juillet 2023 – Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Le Code AFEP-MEDEF souligne que les conditions de performance, fixées par le Conseil d'administration ou de surveillance, doivent être appréciées sur deux exercices au moins, être exigeantes et n'autoriser l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint. En outre, cette indemnité **ne peut excéder, le cas échéant, deux ans de rémunération** (fixe et variable annuelle) ⁽¹⁾. Etant précisé que lorsqu'une indemnité de non-concurrence est versée, le cumul des deux indemnités ne peut dépasser ce plafond.

L'AMF recommande que le Conseil d'administration ou de surveillance procède à un examen régulier des éléments de rémunération susceptibles d'être dus à l'occasion ou postérieurement au départ et qu'il s'interroge sur la possibilité et l'opportunité d'une mise en conformité avec de nouvelles dispositions du Code AFEP-MEDEF.

Dans le cadre de la démarche « appliquer ou expliquer », présentée dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise, le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance devrait, en outre, systématiquement **expliquer tous les écarts par rapport au Code** dans sa version en vigueur, en précisant, le cas échéant, pourquoi la société n'a pas choisi de mettre en conformité un engagement conclu avant l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions du Code ⁽²⁾.

L'AMF considère qu'au moment du calcul de la rémunération variable annuelle ⁽³⁾ :

- les sociétés devraient préciser clairement, *a minima*, pour chaque objectif quantifiable le niveau de réalisation atteint ; et
- le Conseil d'administration ou de surveillance devrait justifier clairement sa décision lorsque le rapport entre la part qualitative et la part quantifiable s'écarte significativement de celui déterminé à l'origine, cette situation devant rester exceptionnelle.

L'AMF et l'AFEP-MEDEF recommandent, en outre, aux émetteurs de publier un **communiqué de presse détaillant de façon exhaustive les conditions financières du départ du dirigeant** et précisant notamment les éléments suivants :

- la rémunération fixe de l'exercice en cours ;
- la façon dont sera calculée la rémunération variable annuelle due pour l'exercice en cours ;
- les éventuelles rémunérations exceptionnelles ;
- ce qu'il advient des plans de rémunération pluriannuelle ou différée en cours et non clos ainsi que des options de souscription d'actions non encore levées et actions attribuées gratuitement non encore acquises ;
- le versement d'une éventuelle indemnité de départ ou de non-concurrence ;

- le bénéfice d'une éventuelle retraite supplémentaire (avec indication notamment du montant de la rente annuelle qui sera versée et du montant provisionné à cet effet).

En outre, l'AMF recommande aux sociétés de détailler au sein de l'URD la politique de rémunération, les indemnités et avantages potentiellement dus selon les différentes hypothèses de départ (départ volontaire, révocation, départ contraint et départ à la retraite) ⁽⁴⁾.

3.3.7.8 Autres informations devant figurer dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise

- Les modalités particulières de la participation des actionnaires à l'Assemblée générale ou les dispositions des statuts qui prévoient ces modalités.
- **Des informations susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'achat ou d'échange** (article L. 22-10-11 du Code de commerce) :
 - la structure du capital de la société ;
 - les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 ;
 - les participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce ;
 - la liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci ;
 - les mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier ;
 - les accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote ;
 - les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société ;
 - les pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions ;
 - les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, portait gravement atteinte à ses intérêts.
- Les accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés,

(1) Paragraphe 26.5.1 du Code AFEP-MEDEF.

(2) Recommandation AMF DOC-2012-02 – Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au Code AFEP-MEDEF (§ 26.5), mise à jour le 14 décembre 2023.

(3) AMF, rapport 2017 sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants, le contrôle interne et la gestion des risques, novembre 2017.

(4) Recommandation AMF DOC-2012-02, mise à jour le 14 décembre 2023, article 26.5.

s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

- **Des informations relatives aux limitations apportées à la possibilité pour les dirigeants de lever les options** (C. com. art. L. 225-185 al. 4 et L. 22-10-57) ou de céder les actions gratuites (C. com. art. L. 225-197-1 II al. 4 et L. 22-10-59) :
 - lorsque des options de souscription et d'achat d'actions ont été attribuées aux dirigeants : les conditions fixées par le Conseil d'administration (ou de surveillance, le cas échéant) relatives à l'exercice des *stock-options* octroyées aux dirigeants ainsi qu'à la cession des actions que ces derniers ont acquises suite à la levée d'option, pendant l'exercice de leurs fonctions,
 - lorsque des actions ont été attribuées gratuitement aux dirigeants : les conditions fixées par le Conseil d'administration (ou de surveillance, le cas échéant) relatives à la cession, pendant l'exercice des fonctions de ces dirigeants, des actions qu'ils ont obtenues gratuitement.
- Pour les sociétés cotées, une description des principales caractéristiques des systèmes de contrôle

interne et de gestion des risques de l'entreprise dans le cadre du processus d'établissement de l'information financière (C. com. art. L. 22-10-10 7°).

L'AMF publie chaque année un rapport sur les pratiques constatées et émet des recommandations en matière d'information à fournir sur la gouvernance et la rémunération des dirigeants (par exemple, voir les rapports 2022 et 2023 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées).

De même, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise publie chaque année un rapport sur l'application du Code AFEP-MEDEF par les sociétés du SBF 120.

Il est important de noter que le Code AFEP-MEDEF a renforcé, depuis juin 2018, les **pouvoirs de « sanctions » du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise** en le dotant de la possibilité de recourir au *name and shame*. Si une société ne répond pas dans un délai de deux mois à une lettre du Haut Comité demandant des justifications sur l'inapplication de recommandations du Code, celle-ci s'expose à ce que le contenu de cette lettre soit rendu public⁽¹⁾.

3.3.8 RAPPORT ANNUEL PRÉSENTÉ À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DES ACTIONNAIRES

3.3.8.1 Rapport financier annuel complété

Le rapport financier annuel ainsi complété du rapport sur le gouvernement d'entreprise, tout comme le document d'enregistrement universel défini ci-après, peut **servir de rapport annuel présenté à l'Assemblée générale des actionnaires**, s'il est complété notamment des éléments suivants :

- la **participation des salariés** au capital social (article L. 225-102 du Code de commerce) ;
- les informations à fournir, le cas échéant, dans le cadre du **rapport de la durabilité** (anciennement de la déclaration de performance extra-financière (voir page 71, 3.3.9 « Information sur la RSE ») ;
- la description des **installations Seveso** (article L. 232-1-1 du Code de commerce) ;
- l'activité des **filiales et des participations** ainsi que l'indication des prises de participation significatives (article L. 233-6 du Code de commerce) ;
- le récapitulatif des **opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société** au cours de l'exercice écoulé et ayant fait l'objet d'une déclaration (article 223-26 du Règlement général de l'AMF et article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier) ;
- le montant des **dividendes** qui ont été mis en distribution au titre des trois exercices précédents (article 243 *bis* du Code général des impôts) ;
- le tableau des **résultats des cinq derniers exercices** (article R. 225-102 du Code de commerce) ;
- les informations relatives aux **délais de paiement des fournisseurs** (article L. 441-14 du Code de commerce) ;
- la **situation de la société** durant l'exercice écoulé, son évolution prévisible, les événements importants survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date à laquelle il est établi ainsi que ses activités en matière de recherche et de développement. Il y est fait mention des succursales existantes (article L. 232-1 II du Code de commerce) ;
- le cas échéant, le **montant des prêts consentis** à une entreprise avec laquelle des liens économiques existent (article L. 511-6 du Code monétaire et financier) ;
- le cas échéant, le **rapport du président sur les paiements aux gouvernements** (articles L. 225-102-3 et L. 22-10-37 du Code de commerce) ;

(1) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 28.2.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

- le cas échéant, le **plan de vigilance** élaboré par les sociétés mères en application de leur devoir de vigilance (article L. 225-102-1 du Code de commerce) ;
- l'indication des **franchissements de seuils** et la **répartition du capital social** (article L. 233-13 du Code de commerce).

Ce rapport de gestion annuel pourra être mis à disposition au sein d'un rapport annuel exposant l'ensemble des informations présentées à l'Assemblée générale des actionnaires, dont également :

- le texte des **projets de résolutions** soumis à l'Assemblée générale ;
- le rapport spécial des commissaires aux comptes sur les **conventions réglementées**.

3.3.8.2 Précisions sur les opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société

Conformément aux articles 3 et 19 du Règlement Abus de marché, les dirigeants, les responsables de haut niveau et les personnes qui leur sont étroitement liées ⁽¹⁾ doivent déclarer à l'AMF et à l'émetteur les transactions effectuées pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou à des titres de créance dudit émetteur ou à des instruments financiers et dérivés qui leur sont liés ⁽²⁾.

L'article 10 du Règlement délégué (UE) n° 2016/522 du 17 décembre 2015 donne une liste non exhaustive d'opérations donnant lieu à déclaration, sur laquelle figurent, entre autres :

- l'acquisition, la cession, la vente à découvert, la souscription ou l'échange ;
- l'acceptation ou l'exercice d'une opération d'achat d'actions ;

- la conclusion ou l'exercice de contrats d'échange sur actions ;
- la souscription à une augmentation de capital ou émission de titre de créance ; ou encore
- les cadeaux et dons effectués ou reçus.

L'obligation de déclaration ne s'applique toutefois que si le **montant global** des opérations effectuées au cours de l'année civile est **supérieur à 20 000 euros** pour l'année civile en cours ⁽³⁾. Dans le cas d'attribution d'options gratuites, la valeur à retenir sera fondée sur la valeur économique attribuée aux options par l'émetteur lorsqu'il les accorde ⁽⁴⁾. Le *Listing Act* a introduit la possibilité pour chaque Etat membre de décider de rehausser ce seuil à 50 000 euros ou de l'abaisser à 10 000 euros. ⁽⁵⁾

Les personnes soumises à l'obligation déclarative transmettent leurs **déclarations à l'AMF et à l'émetteur** dans un délai de trois jours ouvrés à compter de la date de la transaction, par voie électronique *via* l'extranet dédié nommé « ONDE » (accessible depuis le site Internet de l'AMF), selon des modalités fixées par l'instruction AMF n° 2016-06 – Opérations des dirigeants et des personnes et mentionnées à l'article 19 du Règlement Abus de marché. La déclaration est établie sous la responsabilité exclusive du déclarant.

Conformément à l'article 223-26 du Règlement général de l'AMF, un état **récapitulatif** des transactions réalisées au cours du dernier exercice doit figurer dans le **rapport de gestion** prévu par le Code de commerce ; une information nominative devra être présentée pour chaque dirigeant. En revanche, l'identité des personnes liées n'est pas mentionnée dans cet état récapitulatif.

Dans certains cas exceptionnels, l'émetteur peut souhaiter communiquer sur la transaction réalisée lorsqu'il estime qu'elle est d'une importance significative.

(1) Les personnes concernées par l'obligation de déclaration sont énumérées de manière précise par les articles 19 et 3.1.26 du Règlement Abus de marché et pour le droit français aux articles L. 621-18-2 et R. 621-43-1 du Code monétaire et financier et synthétisées dans la position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), (§ 2.2.2).

(2) Dans une décision du 24 janvier 2024 (SAN-2024-02), la Commission des sanctions de l'AMF a prononcé à l'encontre de plusieurs dirigeants des sanctions pécuniaires comprises entre 25 000 euros et 100 000 euros pour des manquements déclaratifs.

(3) Article 19 du Règlement Abus de marché.

(4) ESMA, *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*, Q. 7.6, mis à jour le 15 Novembre 2022.

(5) Règlement (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024 modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, art. 2(8).

3.3.9 INFORMATION SUR LA RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE ET ENVIRONNEMENTALE (« RSE »)

3.3.9.1 Le reporting extra financier

3.3.9.1.1 De la Déclaration de performance extra-financière au rapport de durabilité

La déclaration de performance extra-financière (DPEF), transposition française de la Directive 2014/95 sur le reporting extra-financier (NFRD), est progressivement remplacée par les informations en matière de durabilité résultant de l'Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 ⁽¹⁾ et complétée par un décret ⁽²⁾ et deux arrêtés ⁽³⁾, qui transposent en droit national la **Directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD)** ⁽⁴⁾, laquelle a par ailleurs abrogé la NFRD. Elle est complétée par le **Règlement délégué n°2023/2772** ⁽⁵⁾ qui contient les **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)**, normes encadrant le contenu de ce nouveau reporting.

Un des objectifs de la CSRD est de conduire à la publication d'**informations en matière de durabilité plus précises et harmonisées à l'échelle de l'Union européenne notamment pour permettre leur comparabilité**. Ces informations en matière de durabilité sont publiées dans une section dédiée du rapport de gestion (plus couramment appelée le « rapport de durabilité ») ⁽⁶⁾.

Un autre des objectifs de la CSRD est d'élargir le nombre de sociétés soumises à l'obligation de publier de telles informations (pour passer de 11 000 à 55 000 sociétés environ au sein de l'Union Européenne). Néanmoins, dans le sillage du rapport Draghi ⁽⁷⁾, la Commission européenne a proposé, au travers de son paquet « **Omnibus** » ⁽⁸⁾ de modifier à des fins de **simplification** plusieurs actes législatifs du Pacte vert européen, y compris la CSRD. Au-delà de certaines simplifications des exigences incluses dans les normes ESRS, cette proposition tend également à restreindre le champ d'application de la CSRD. Celle-ci, qui devait initialement s'appliquer progressivement aux grandes sociétés (y compris non-cotées) ainsi qu'aux moyennes et petites sociétés cotées, ne concernerait plus que les **sociétés de plus de 1 000 salariés, avec un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros, ou un total de bilan supérieur 25 millions d'euros** (soit une réduction du champ d'application de 80% ⁽⁹⁾). Ces seuils sont encore susceptibles d'évoluer au cours de la procédure de trilogue qui débutera fin octobre 2025 entre la Commission européenne, le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne.

Dans l'attente de l'adoption de ces éléments de fond, la **directive dite « Stop the clock »** a été adoptée afin de **repousser de deux ans l'application de la CSRD aux sociétés qui n'y étaient pas encore soumises** ⁽¹⁰⁾. La France a transposé ce nouveau calendrier par la loi DDAUE de 2025 ⁽¹¹⁾.

- (1) Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales.
- (2) Décret n° 2023-1394 du 30 décembre 2023 pris en application de l'ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales.
- (3) Arrêté du 28 décembre 2023 pris en application de l'article 37 de l'ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales et Arrêté du 28 décembre 2023 portant modification du titre II du livre VIII du code de commerce.
- (4) Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le Règlement (UE) n°537/2014 et les Directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.
- (5) Règlement délégué (UE) n°2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité.
- (6) C. com., art. L. 232-6-3 et L. 233-28-4.
- (7) *The Draghi report: A competitiveness strategy for Europe, September 2024.*
- (8) Commission européenne, Communiqué de presse, La Commission propose de réduire les formalités administratives et de simplifier l'environnement des entreprises, 26 février 2025 ; *Proposal for a Directive amending the Audit Directive, Accounting Directive, Corporate Sustainability Reporting Directive, and the Corporate Sustainability Due Dilligence Directive - Omnibus I - COM(2025)81.*
- (9) *Commission européenne, Questions and answers on simplification Omnibus I and II.*
- (10) Directive (UE) 2025/794 du Parlement européen et du Conseil du 14 avril 2025 modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité.
- (11) Loi n°2025-391 du 30 avril 2025 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique, financière, environnementale, énergétique, de transport, de santé et de circulation des personnes ; complétée par un décret (Décret n°2023-1394 du 30 décembre 2023 pris en application de l'ordonnance n°2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales) et deux arrêtés (Arrêté du 28 décembre 2023 pris en application de l'article 37 de l'ordonnance n°2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales et Arrêté du 28 décembre 2023 portant modification du titre II du livre VIII du code de commerce).

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Ainsi, **sont aujourd'hui soumises à la CSRD, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2024 (reporting en 2025 sur les données de 2024), les seules grandes sociétés (ou grands groupes) cotées de plus 500 salariés** et franchissant l'un des deux des trois seuils suivants : un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros ou, un total bilan de plus de 25 millions d'euros. Pour les autres sociétés, le calendrier d'entrée en vigueur progressif est actuellement le suivant :

- exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2027 pour les autres grandes sociétés (ou grands groupes ⁽¹⁾) (reporting en 2028 sur les données 2027) ;
- exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2028 pour les PME cotées (ou moyens et petits groupes cotés ⁽²⁾) (reporting en 2029 sur les données de 2029) ;
- exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2028 pour les entreprises non européennes ayant réalisé un chiffre d'affaires supérieur à 150 millions d'euros dans l'Union Européenne, avec au moins une filiale ou succursale établie dans l'Union européenne (reporting en 2029 sur les données de 2028). La proposition **Omnibus** de la Commission propose également de rehausser le seuil de chiffre d'affaires à 450 millions.

Les **sociétés contrôlées** soumises à la CSRD, et qui sont comprises dans le champ du reporting publié par leur mère en application de la CSRD, à l'exception des grandes sociétés cotées, **ne sont pas tenues de publier** leur propre rapport de durabilité ⁽³⁾. Néanmoins, elles doivent faire état de cette dispense et fournir dans leur rapport de gestion les informations suivantes :

- nom et siège de la société consolidante ;
- lien vers le site internet sur lequel est mis à disposition le rapport sur la gestion du groupe ou le rapport consolidé relatif aux enjeux de durabilité, selon le cas, de la société consolidante.

L'AMF a publié plusieurs documents dédiés pour accompagner les émetteurs dans la mise en œuvre de leurs obligations ⁽⁴⁾. L'Autorité invite ainsi à impliquer toutes les fonctions de l'entreprise notamment pour l'identification des impacts, risques et opportunités liés aux enjeux de durabilité, selon le principe de double

matérialité, ou à la définition, la mise en œuvre et le suivi de la stratégie, des politiques et des actions de durabilité de l'entreprise. La nouvelle Directive impose également la mise en place d'une gouvernance efficace (responsabilité des organes de gouvernance, formation, élargissement du rôle du Comité d'audit ou d'un autre comité du Conseil...) notamment dans le cadre de la vérification qui sera effectuée par le commissaire aux comptes ou l'organisme tiers indépendant ⁽⁵⁾. Sur le plan pratique, l'AMF conseille également dans le cadre d'une première année d'application de la CSRD de ⁽⁶⁾ :

- mettre en œuvre ou mettre à jour l'analyse de double matérialité ;
- analyser l'écart entre les informations publiées jusqu'à maintenant et les futures obligations de reporting ;
- définir les priorités dans la préparation des informations ;
- établir une feuille de route (notamment en impliquant les parties prenantes).

Dans une note thématique publiée en juillet 2025, l'ESMA rappelle plus largement que **toute affirmation liée à la durabilité doit respecter quatre principes essentiels : être exacte (accurate), accessible, étayée (substantiated) et à jour (up to date)** ⁽⁷⁾. Ces principes visent à prévenir toute présentation inexacte ou trompeuse, notamment lorsqu'un émetteur met en avant ses « *credentials* ESG » comme la participation à des initiatives « *net zero* », l'obtention de labels ou récompenses externes, ou encore des comparaisons avec ses pairs.

Concrètement, l'émetteur doit veiller à ce que l'information soit précise, vérifiable et compréhensible pour le public, fondée sur des données crédibles, et actualisée régulièrement. Les éléments tels que la nature des éventuels « labels » ESG, leurs critères, leurs durée de validité, leurs limites ou les éventuels conflits d'intérêts doivent être clairement exposés. À l'inverse, l'ESMA met en garde contre les pratiques de *greenwashing* consistant à exagérer une démarche durable, à utiliser des icônes ou termes flous sans fondement, ou à omettre des informations clés. Elle relève de bons et mauvais exemples.

(1) Les seuils d'applicabilité s'apprécient sur une base consolidée (C. com. art. L. 230-2 et D. 230-1).

(2) Les seuils d'applicabilité s'apprécient sur une base consolidée (C. com. art. L. 230-2 et D. 230-1).

(3) C. com. art. L. 232-6-3 V°, L. 233-28-4 V° et L. 22-10-36, III°.

(4) AMF, Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, 20 juin 2023 ; AMF, Rapport 2024 sur le reporting de durabilité des sociétés cotées, décembre 2024.

(5) AMF, Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, 20 juin 2023.

(6) *Ibid.*

(7) ESMA, *Thematic notes on clear, fair & not misleading sustainability-related claims*, 1^{er} juillet 2025.

Publication transitoire de la DPEF

Pour l'exercice 2024, les sociétés n'étant pas encore soumises à la CSRD, mais tenues de publier une DPEF sous l'empire du droit antérieur doivent continuer à publier cette déclaration ⁽¹⁾ ⁽²⁾. Malgré le report de calendrier consacré par la transposition de la directive « *Stop the clock* » ⁽³⁾, la loi DDAUE de 2025 n'a pas prolongé ce dispositif transitoire ⁽⁴⁾.

3.3.9.2 Contenu du reporting extra-financier

À l'image de la DPEF, les informations en matière de durabilité sont publiées **dans une section dédiée du rapport de gestion** (plus couramment appelée le « **rapport de durabilité** ») ⁽⁵⁾. Le rapport de durabilité porte sur l'ensemble des activités de la sociétés (et de ses éventuelles filiales consolidées) ainsi que sur sa chaîne de valeur amont et aval ⁽⁶⁾. La CSRD, à l'instar de la DPEF ⁽⁷⁾, se fonde sur le **principe de double matérialité**, qui impose de communiquer à la fois sur les **risques et opportunités** en matière de durabilité qui sont susceptibles d'avoir une influence matérielle sur l'activité de l'entreprise (la matérialité financière), mais également sur les impacts positifs ou négatifs que l'entreprise peut avoir sur son environnement ou la population (la matérialité d'impact).

La société publie des informations de durabilité conformément aux **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)** telles qu'adoptées dans un Règlement délégué ⁽⁸⁾. Outre certains standards de

présentations, les ESRS fixent certains **principes méthodologiques au travers de l'ESRS 1** ⁽⁹⁾ « **Exigences générales** ». **L'ESRS 2** ⁽¹⁰⁾ « **Informations générales à publier** » liste les informations à publier par l'ensemble des sociétés soumises à la CSRD concernant **leur organisation et mode de gouvernance, leur modèle d'affaires et stratégie ainsi que les Incidences, Risques et Opportunités (IRO) matériels** ⁽¹¹⁾, ainsi que la façon dont elles ont préparé leur rapport de durabilité (base de la préparation).

En particulier, l'ESRS 2 impose de publier des informations sur le processus visant à identifier les impacts, risques et opportunités et à déterminer celles et ceux qui sont matériels », c'est-à-dire sur la façon dont elles ont mené leur analyse de double matérialité. Le rapport de durabilité ⁽¹²⁾ doit donc présenter « une description du processus mis en œuvre afin de déterminer les informations qui y sont incluses », sur laquelle l'AMF invite à faire preuve de précision ⁽¹³⁾. **L'EFRAG a notamment publié des lignes directrices** afin de guider les sociétés dans l'élaboration et la mise en œuvre de leur analyse de double matérialité ⁽¹⁴⁾. L'ESMA et l'AMF recommandent que les émetteurs portent une attention particulière à leur analyse de double matérialité en présentant « *une analyse équilibrée et exhaustive de l'évolution de l'activité, des résultats et de la situation de l'entreprise, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elle est confrontée* » ⁽¹⁵⁾.

(1) Ordonnance n°2023-1142 art. 34, I ; Décret n°2023-1394, art. 22, IV.

(2) Sous l'empire du droit antérieur, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, (i) dont le total de bilan excède 20 millions d'euros ou dont le chiffre d'affaires net excède 40 millions d'euros et (ii) qui emploient un nombre moyen de salariés permanents supérieur à 500 au cours de l'exercice. La déclaration de performance extra-financière s'applique aussi aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, mais dont le total de bilan ou le chiffre d'affaires net excède 100 millions d'euros et dont le nombre moyen de salariés permanents est supérieur à 500 au cours de l'exercice. D'autres entités désignées comme entités d'intérêt public par la Directive dite « comptable » 2013/34/UE et dépassant les seuils prévus pour les sociétés cotées ou non cotées sont également soumises à cette obligation en application de textes spécifiques. (C. com. art. L. 225-102-1, I à III, L. 22-10-36, R. 225-104 et R. 22-10-29 dans leur version précédant l'Ordonnance n°2023-1142).

(3) Directive (UE) 2025/794 du Parlement européen et du Conseil du 14 avril 2025 modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité.

(4) L'article 34 de l'Ordonnance n°2023-1142 n'est pas modifiée par la loi n° 2025-391 du 30 avril 2025 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique, financière, environnementale, énergétique, de transport, de santé et de circulation des personnes (dite « Loi DDAUE »).

(5) C. com., art. L. 232-6-3 et L. 233-28-4.

(6) L'EFRAG a publié une *guidance* pour aider les sociétés à reporter sur leur chaîne de valeur (EFRAG, *Implementation guidance 2, Value Chain*, May 2024).

(7) Lignes directrices sur l'information non financière : Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat, 2019/C 209/01, 20 juin 2019.

(8) Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité ; C. com. art. R. 232-8-4 et R. 232-8-8.

(9) ESRS 1 Exigences générales.

(10) ESRS 2 Informations générales à publier.

(11) L'AMF recommande à cet égard d'assurer la cohérence entre la présentation du modèle d'affaires et la présentation des principaux impacts et risques, ce qui implique une description du modèle d'affaires qui n'est pas trop générique (AMF, Bilan du reporting de durabilité des sociétés cotées, décembre 2024, p.18).

(12) ESRS 2 IRO-1.

(13) AMF, Bilan du reporting de durabilité des sociétés cotées, décembre 2024, p. 21.

(14) EFRAG, *Implementation guidance 1, Materiality assessment*, May 2024.

(15) ESMA, Priorités européennes communes en matière d'application de la réglementation relative aux rapports financiers annuels 2022 (traduction libre en français par l'AMF du communiqué publié par l'ESMA), 28 octobre 2022 ; AMF, Recommandation (DOC-2022-06) Arrêté des comptes 2022 et travaux de revue des états financiers du 28 octobre 2022.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Ces deux ESRS transversales sont complétées par **dix ESRS thématiques**, cinq portant sur **l'environnement** ⁽¹⁾, quatre portant sur des **enjeux sociaux et sociétaux** ⁽²⁾, un portant sur la **gouvernance** (entendue comme l'éthique des affaires). ⁽³⁾

Les sociétés ne sont tenues de publier les informations telles que visées dans un ESRS thématique seulement si un enjeu de durabilité lié à cette thématique a été évalué comme « matériel » au titre de l'analyse de double matérialité. En outre, même si elles sont en lien avec un enjeu de durabilité matériel, une partie des informations ne sont à publier que sur une base volontaire.

En revanche, si les sociétés jugent que **les enjeux liés au changement climatique ne leur sont pas matériels, elles doivent précisément justifier des raisons les ayant conduites à cette conclusion**. Les premières publications de l'exercice 2024 soulignent néanmoins la tendance très majoritaire des émetteurs à considérer que le changement climatique est un sujet matériel.

Par ailleurs, le législateur a introduit, dans l'ordonnance de transposition ⁽⁴⁾, la possibilité d'omettre des informations portant sur des évolutions imminentes ou des affaires en cours de négociation de nature à nuire gravement à la position commerciale de la société soient omises du rapport de durabilité, dans des cas exceptionnels, à condition néanmoins que cette omission ne fasse pas obstacle à la compréhension juste et équilibrée de l'évolution des affaires de la société, sa situation et des incidences de ses activités.

Dans le cadre de la démarche de simplification Omnibus portée par la Commission et plus particulièrement de la directive « Content », **les ESRS sont amenés à être révisés et simplifiés**, l'EFRAG visant la publication d'un premier projet révisé pour novembre 2025. La proposition Omnibus écarte par ailleurs l'adoption d'ESRS sectorielles.

Afin d'accompagner les sociétés dans la définition de leur stratégie climat, la Commission Climat et Finance durable (CCFD) de **l'AMF a publié un Guide pédagogique sur le plan de transition climatique** ⁽⁵⁾ (les bonnes pratiques qu'elle relevait dans son rapport sur les démarches de neutralité carbone des entreprises ⁽⁶⁾ ont, en substance, été intégrées dans les ESRS).

Les informations contenues dans les ESRS thématiques sont structurées entre informations traitant de la gouvernance, de la stratégie, de la gestion des impacts, des risques et des opportunités ainsi que des indicateurs et cibles ⁽⁷⁾. Notons ainsi que la CSRD prévoit expressément la publication d'informations prospectives en matière de durabilité ⁽⁸⁾. **L'EFRAG a publié un ensemble de Q&A** - amené à être complété - pour accompagner la lecture des ESRS ⁽⁹⁾. **L'EFRAG a, conjointement avec l'International Sustainability Standards Board (ISSB) publié des lignes directrices** sur l'interopérabilité entre les deux sets de normes ⁽¹⁰⁾, permettant d'apprécier leurs correspondances et discordances. L'EFRAG a aussi entamé des travaux sur l'interopérabilité des ESRS avec la *Global Reporting Initiative* (GRI).

Un des objectifs portés par les ESRS est également d'assurer le **rapprochement des informations en matière de durabilité avec les informations strictement financières** de façon à assurer la cohérence globale de l'information publiée par la société. En ce sens, l'ESMA ⁽¹¹⁾ et l'AMF ⁽¹²⁾ soulignent l'importance que les émetteurs consacrent une attention particulière à la cohérence et au lien entre les informations données dans les états financiers, dans les autres supports de communication (dont notamment le rapport de gestion, incluant la déclaration de performance extra financière, le rapport sur le gouvernement d'entreprise, le rapport de durabilité ou la DPEF et les facteurs de risques) et, le cas échéant, dans les points clés de l'audit mentionnés dans le rapport des commissaires aux comptes.

Notons que la Commission a publié le 11 juillet 2025 un acte délégué permettant aux sociétés déjà soumises à la CSRD de bénéficier d'un délai supplémentaire avant d'être contraintes de publier certaines informations aux titres des ESRS ⁽¹³⁾.

Enfin, l'AMF a par ailleurs déjà pu préciser l'articulation entre les risques extra-financiers, qui doivent être mentionnés dans le reporting extra-financier avec ceux, parfois identiques, qui doivent être intégrés dans la rubrique « Facteurs de risques » lorsqu'ils répondent aux critères énoncés par le Règlement Prospectus ⁽¹⁴⁾. Ces observations semblent toujours applicables pour les risques énoncés au sein des rapports de durabilité.

(1) ESRS E1 Changement climatique, ESRS E2 Pollution, ESRS E3 Ressources aquatiques et marines, ESRS E4 Biodiversité et écosystèmes et E5 Utilisation des ressources et économie circulaire.

(2) ESRS S1 Effectifs de l'entreprise, ESRS S2 Travailleurs de la chaîne de valeur, ESRS S3 Communautés touchées et ESRS S4 Consommateurs et utilisateurs finals.

(3) ESRS G1 Conduite des affaires.

(4) C. com. art. L. 232-6-3.

(5) CCFD de l'AMF, Guide pédagogique à destination des entreprises pour rendre compte de leur plan de transition climatique, février 2024.

(6) CCFD de l'AMF, Rapport sur les démarches de neutralité carbone des entreprises, octobre 2021.

(7) ESRS 1, §12.

(8) À ce titre, voir notamment le rapport HCJP, *La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) - Analyse des risques d'actions en responsabilité civile et de sanctions boursières*, 2023.

(9) EFRAG, *ESRS implementation Q&A platform - Compilation of explanations, January-November 2024; EFRAG, ESRS Q&A Platform Cross cutting Mapping of sustainability matters to topical disclosures (Q&A ID 177), December 2024.*

(10) ESRS-ISSB *Standards Interoperability Guidance*, mai 2024.

(11) ESMA, Priorités européennes communes en matière d'application de la réglementation relative aux rapports financiers annuels 2022 (traduction libre en français par l'AMF du communiqué publié par l'ESMA), 28 octobre 2022.

(12) AMF, Panorama financier et extra-financier du reporting carbone des entreprises, 16 décembre 2021.

(13) Commission européenne, Règlement délégué du 11 juillet 2025 modifiant le Règlement délégué (UE) 2023/2772.

(14) Rapport 2019 sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées et communiqué de presse de l'AMF du 14 novembre 2019.

Publication transitoire de la DPEF

Comme évoqué ci-dessus, certaines sociétés étaient tenues de continuer à publier une DPEF de façon transitoire au titre de l'exercice 2024. Cette disposition transitoire n'a pas été prolongée « à date », créant une période d'incertitude pour les sociétés non encore soumises à la CSRD en application de la directive « *Stop the clock* ».

Ces sociétés pourraient opter pour appliquer les principes de la CSRD en anticipation, ou continuer à publier une DPEF.

La DPEF présente, selon le principe « **appliquer ou expliquer** », des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité.

La société inclut notamment les informations relatives aux **conséquences de son activité** ainsi que de l'usage des biens et services qu'elle produit sur le changement climatique, à ses **engagements sociétaux** en faveur du développement durable, de l'économie circulaire et de la lutte contre le gaspillage alimentaire, ainsi que ceux en faveur « de la lutte contre la précarité alimentaire, du respect du bien-être animal et d'une alimentation responsable, équitable et durable ».

La DPEF inclut aussi des informations relatives aux **accords collectifs conclus dans l'entreprise** et à leurs impacts sur sa performance économique ainsi que sur les conditions de travail des salariés, aux actions visant à lutter contre les discriminations et promouvoir les diversités, « aux actions visant à promouvoir la pratique d'activités physiques et sportives » et « aux mesures prises en faveur des personnes handicapées », mais uniquement « dans la mesure nécessaire à la compréhension de la situation de la société, de l'évolution de ses affaires, de ses résultats économiques et financiers et des incidences de son activité ».

Pour chaque catégorie d'information mentionnée ci-dessus, la déclaration doit inclure :

- une description des principaux **risques liés à l'activité**, y compris, lorsque cela s'avérera pertinent et proportionné, les risques créés par ses relations d'affaires, ses produits ou ses services ;
- une description des **politiques appliquées** incluant, le cas échéant, les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre pour prévenir, identifier et atténuer la survenance de ces risques ;
- les **résultats de ces politiques**, incluant des indicateurs clés de performance. La déclaration présente les données observées au cours de l'exercice clos et, le cas échéant, au cours de l'exercice

précédent de façon à permettre une comparaison entre ces données. Lorsque la société se conforme volontairement à un référentiel national ou international en matière sociale ou environnementale, elle doit le mentionner en indiquant les préconisations retenues. L'ESMA a rappelé que les méthodologies, et leurs limites, utilisées pour établir ces indicateurs devraient être communiqués, particulièrement concernant les émissions de gaz à effet de serre.

Les sociétés cotées sur un marché réglementé, excédant les seuils précités, doivent, en outre, présenter **les effets de l'activité de la société quant au respect des droits de l'homme et à la lutte contre la corruption « et l'évasion fiscale »** (C. com. art. L. 22-10-36 applicable dans sa version précédente l'entrée en vigueur). Selon le Comité juridique de l'ANSA, chaque société détermine, par rapport à son modèle d'organisation et son domaine d'intervention, les effets de son activité sur la lutte contre l'évasion fiscale. Le cas échéant, la société peut fournir des informations générales sur son respect des obligations déclaratives requises en la matière et indiquer qu'au titre de l'exercice aucune conséquence des activités du Groupe sur ce point n'a été identifiée lors de la mise en œuvre des mesures de contrôle interne appropriées.

L'AMF précise que **les informations non financières à fournir doivent être pertinentes, significatives et spécifiques à l'entité**, et que, à ce titre, le volume croissant de l'information extra-financière devrait conduire les sociétés à privilégier des démarches visant tant à sa **simplification** qu'au renforcement de sa **pertinence**, ce qui implique sans doute un effort de concision des messages et de sélection des indicateurs ⁽¹⁾. Aussi, l'AMF invite à porter une attention particulière à l'identification des enjeux et des risques afin d'expliquer ce qui a motivé le choix desdits risques. À ce titre, elle encourage la pratique, développée par certaines sociétés, de **hiérarchisation des enjeux de développement durable** au regard des priorités stratégiques, des attentes des parties prenantes et de l'ampleur de l'impact sur la société (notamment au travers d'« études de matérialité »), dans la mesure où elle contribue à rendre l'information plus pertinente et, en ce sens, à une bonne application du principe « appliquer ou expliquer » par des explications plus circonstanciées.

L'AMF recommande également, dans le cadre de la mise en œuvre des études de matérialité, une grande **transparence sur la méthodologie employée** et les résultats de l'analyse des impacts sociaux, sociétaux et environnementaux des activités de l'entreprise afin de ne pas mettre en avant que les seuls enjeux financièrement matériels pour sa propre activité. Dans le cadre de cette période de transition vers le rapport de durabilité, il semble recommandable que les sociétés étant amenées à être soumises à la CSRD s'alignent progressivement sur le degré d'exigence des ESRS en matière d'analyse de double matérialité.

(1) Recommandation AMF DOC-2018-12, rapport financier annuel – États financiers 2018 et travaux de revue des états financiers 2016-2017, 29 octobre 2018, rappelant une recommandation du rapport AMF sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale, novembre 2016.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Les informations relatives aux conséquences sur le changement climatique doivent comprendre les postes d'émissions de gaz à effet de serre directes et indirectes liées aux activités de transport amont et aval de l'activité. Ces informations doivent être accompagnées d'un plan d'action élaboré par l'entreprise visant à réduire ces émissions, notamment par le recours aux modes ferroviaire et fluvial, ainsi qu'aux biocarburants dont le bilan énergétique et carbone est vertueux et à l'électromobilité. Notons également que les sociétés doivent publier leurs objectifs de réduction fixés volontairement à moyen et long termes pour réduire les émissions de gaz à effet de serre et les moyens mis en œuvre à cet effet.

3.3.9.3 Vérification du reporting extra-financier par des auditeurs externes

Le rapport de durabilité à publier en application de la CSRD est soumis au **contrôle d'un tiers, à savoir soit un commissaire aux comptes, soit un organisme tiers indépendant (OTI), qui doit être désigné par l'assemblée générale de la société** ⁽¹⁾. Dans un premier temps, les informations de durabilité seront certifiées par ces professionnels avec un niveau d'assurance dit « **limitée** » avec un éventuel passage à un niveau d'assurance « **raisonnable** » qui pourrait être requis à compter de 2028. C'est-à-dire un niveau similaire à ce qui est en vigueur s'agissant de la certification des états financiers. La proposition **Omnibus** de la Commission propose néanmoins de renoncer à imposer un niveau d'assurance raisonnable de certification.

En l'attente d'une norme européenne sur l'assurance limitée, la **Haute Autorité de l'Audit (H2A), a publié des lignes directrices pour guider les professionnels** dans les premiers exercices de certification ⁽²⁾ (ces lignes directrices se substituent à l'avis technique de juin 2023 publié par le Haut conseil du commissariat aux comptes, ce dernier ayant du reste été remplacé par la H2A). Afin d'assurer la plus grande cohérence possible dans les pratiques européennes des vérificateurs, la H2A a pris en considération les lignes directrices du *Committee of European Oversight Bodies* (CEAOB) du 30 septembre 2024, élaborées à la demande de la Commission européenne.

La conclusion d'une « mission d'assurance limitée » est généralement exprimée sous une forme négative, par laquelle le contrôleur déclare ne pas avoir identifié d'inexactitudes (erreurs, omissions ou incohérences) susceptibles d'influencer les décisions que pourraient prendre les lecteurs des informations objet de ses

travaux. Au contraire, **la conclusion d'une assurance raisonnable est généralement formulée sous une forme positive** et aboutit à un avis sur la mesure de l'objet de l'audit au regard de critères préalablement définis ⁽³⁾. Une « assurance raisonnable » correspond ainsi à un niveau d'audit resserré par rapport à l'« assurance limitée ».

Les commissaires aux comptes ou, le cas échéant, l'organisme tiers indépendant rend un rapport de certification portant notamment avis sur (i) la conformité aux ESRS du processus mis en œuvre par la société pour déterminer les informations publiées, qui inclut lorsque l'entité y est soumise, l'obligation de consultation du comité social et économique prévue au sixième alinéa de l'article L.2312-17 du code du travail, (ii) la conformité des informations avec les dispositions du code de commerce, y compris avec les normes ESRS et (iii) le respect des exigences de publication des informations prévues par le référentiel Taxonomie ⁽⁴⁾ (voir page 77, 3.3.9.5 « Règlement Taxonomie »).

Publication transitoire de la DPEF

Pour les sociétés non cotées dont (i) le total de bilan ou le chiffre d'affaires net excède 100 millions d'euros et (ii) dont le nombre de salariés est supérieur à 500, les informations mentionnées dans la dernière DPEF établie au titre de l'exercice 2024 doivent être vérifiées par un organisme tiers indépendant (OTI) ou, depuis la transition vers le rapport de durabilité, un Commissaire aux comptes habilité à certifier des informations en matière de durabilité ⁽⁵⁾, dont l'avis est transmis aux actionnaires;

Conformément aux articles R. 225-105 à R. 225-105-2 du Code de commerce, abrogés par le décret complétant l'ordonnance de transposition mais applicables aux DPEF publiées au titre de l'exercice 2024 ⁽⁶⁾, le rapport de vérification comprend (i) un avis motivé sur la conformité de la déclaration aux mentions devant y figurer et sur la sincérité des informations fournies et (ii) les diligences mises en œuvre par l'OTI pour conduire la mission de vérification.

Comme énoncé ci-dessus, le dispositif n'est pas reconduit pour les exercices suivants.

3.3.9.4 Publication du reporting extra-financier

Le rapport de durabilité étant inclus dans le rapport de gestion, il est déposé au greffe dans le mois qui suit l'approbation des comptes annuels par l'assemblée générale. Ce délai est porté à deux mois lorsque le dépôt est effectué par voie électronique.

(1) Pour un point sur les modalités de désignation des vérificateurs du rapport de durabilité, v. H2A, FAQ Mission de certification des informations en matière de durabilité, mars 2025.

(2) H2A, Lignes directrices - Mission de certification des informations en matière de durabilité et de contrôle des exigences de publication des informations prévues à l'article 8 du règlement (UE) 2020/852, octobre 2024.

(3) Considérant 60 de la CSRD.

(4) Articles L. 821-54 et L. 822-24 du Code de commerce.

(5) Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023, art. 34, II.

(6) Décret n° 2023-1394 du 30 décembre 2023 pris en application de l'ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales, art. 23, IV.

Les sociétés non européennes soumises à la CSRD sont tenues de **déposer au greffe** les informations en matière de durabilité et le rapport de certification afférent dans les 12 mois à compter de la clôture de l'exercice ⁽¹⁾. Ce dépôt est accompagné de d'un **avis inséré au BALO** ⁽²⁾.

Pour les sociétés cotées et dans la mesure où il est inclus dans le rapport de gestion, le rapport de durabilité est disponible sur le **site Internet de la société**. En revanche, la transposition française de la CSRD n'a pas levée l'option pourtant offerte par la CSRD d'imposer une mise à disposition gratuite du rapport de durabilité sur le site internet. Toutefois, **à terme, l'ensemble des rapports de durabilité devraient être consultables sur une plateforme européenne unique (ESAP)** (voir page 35, 2.7.2 « Stockage Centralisé »).

Le législateur a introduit la faculté pour le Conseil de décidé, par un avis dûment motivé, du directeur ou du gérant, de que certaines informations en matière de durabilité de nature à nuire gravement à la position commerciale de la société soient omises du rapport déposé au greffe, à condition néanmoins que cette omission ne fasse pas obstacle à la compréhension juste et équilibrée de la situation de la société et des incidences de son activité et que ces informations soient transmises à l'Autorité des marchés financiers ⁽³⁾.

Notons que l'ESMA a publié le 5 juillet 2024 des lignes directrices ⁽⁴⁾ détaillant la façon dont les autorités de supervision, telles que l'AMF, doivent superviser la mise en œuvre de la directive CSRD, afin d'assurer une approche convergente de la surveillance et d'aligner étroitement cette mise en application sur la législation concernant les informations financières. En particulier, la ligne directrice n° 12 prévoit que lorsqu'une entité de contrôle identifie une violation dans les informations de durabilité examinées, elle doit prendre au moins l'une des trois mesures suivantes dans les délais impartis : demander à l'émetteur de réémettre le rapport de durabilité, exiger la publication d'une note corrective, ou encore exiger que l'émetteur corrige les futurs rapports de durabilité. Dans les deux mois suivant la publication des lignes directrices traduites, les autorités devront indiquer si elles envisagent de s'y conformer ou non.

Dans un communiqué du 20 juin 2025, l'ESMA a recommandé dans le cadre mouvant actuel de la réglementation en matière de Durabilité :

- une application proportionnée et réaliste des lignes directrices de l'UE sur la supervision de l'information en matière de développement durable (GLESII), en vigueur depuis janvier 2025,
- un accompagnement des émetteurs par les superviseurs nationaux,
- ainsi que la convergence progressive des pratiques de supervision.

Publication transitoire de la DPEF

Si la société publie une DPEF dans les conditions rappelées ci-dessus, celle-ci doit être mise à la disposition du public et rendue aisément accessible sur le site Internet de la société dans un délai de huit mois à compter de la clôture de l'exercice et pendant cinq ans ⁽⁵⁾.

3.3.9.5 Règlement Taxonomie

Depuis le 1^{er} janvier 2022, les sociétés anciennement soumises à la Directive NFRD (et désormais soumises à la CSRD ou au régime transitoire de publication de la DPEF) doivent publier des informations permettant de déterminer la **part de leurs activités considérées comme durables en application du Règlement européen sur la Taxonomie de juin 2020** (2020/852/UE) ⁽⁶⁾. Ces informations portent sur la part du chiffre d'affaires (**CA**), des dépenses d'investissement (**CapEx**) et des dépenses d'exploitation (**OpEx**), associée à des activités économiques durables sur le plan environnemental ⁽⁷⁾.

Ces informations visent à **quantifier les revenus tirés et les ressources engagées dans des activités durables** sur le plan environnemental (ou qui pourrait l'être) au sens de la Taxonomie, notamment en ce qu'ils contribuent significativement aux objectifs suivants : (i) l'atténuation du changement climatique ; (ii) l'adaptation au changement climatique ; (iii) la protection de l'eau et des ressources marines ; (iv) la transition vers une économie circulaire ; (v) la prévention de la pollution de l'environnement ; et (vi) la protection de la biodiversité et des écosystèmes ⁽⁸⁾. L'obligation de reporter sur ses indicateurs ne concernait, pour les premières années d'entrée en vigueur du Règlement Taxonomie, que les objectifs climatiques avant d'être étendu à l'ensemble de ces objectifs depuis le 1^{er} janvier 2025 (au titre de l'exercice 2024).

(1) C. com., art. L 232-23, I-1° et R. 232-25.

(2) C. com., art. R. 232-26.

(3) C.com.art.L.232-23 I 1°

(4) ESMA, *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, Final report, 5 juillet 2024.

(5) C. com., art. art. R 225-105, II-al. 1 dans sa version préexistant l' Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023.

(6) Règlement (UE) 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables dit « Règlement Taxonomie » ; Q&A de la Commission, proposition de Directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, 21 avril 2021, QANDA/21/1806.

(7) Règlement Taxonomie, art. 8.

(8) Règlement Taxonomie, art. 9.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Plus précisément, les informations à publier sont :

- des **informations quantitatives** (indicateurs clés de performance ou ICP aussi connus sous le terme de KPI) : la part de **CA, CapEx et Opex**, considérée comme **éligible à la Taxonomie** (c'est-à-dire les activités couvertes par les Actes délégués complétant le Règlement Taxonomie ⁽¹⁾) et alignée (c'est-à-dire les activités qui sont, d'une part, conformes aux critères d'examen technique établis par les Règlements délégués susmentionnés ⁽²⁾ et qui sont, d'autre part, exercées dans le respect de garanties minimales en matière de droits humains ⁽³⁾).

La Commission a complété la publication des Règlements délégués par deux communications publiées le 10 octobre 2023 ⁽⁴⁾ puis par un Règlement délégué publié le 4 juillet 2025, intégrant des mesures de simplification, avec notamment l'utilisation de seuils de matérialité et de nouveaux tableaux de publications.

- les **informations qualitatives** (méthode comptable, évaluation de la conformité avec le Règlement, informations contextuelles) également détaillées par les Règlements délégués.

Ces informations doivent nécessairement être publiées selon le format imposé par les Règlements délégués ⁽⁵⁾. Le champ des activités couvertes par la Taxonomie – et donc « éligibles » – est susceptible de d'évoluer ⁽⁶⁾.

Sur la base des premiers exercices de publications, l'AMF a notamment relevé les **points d'amélioration** suivants ⁽⁷⁾ :

- s'assurer de « *la complétude de l'analyse d'éligibilité (analyse non menée ou partielle), en particulier pour l'identification des investissements éligibles* » ;
- améliorer la transparence sur la « *l'analyse menée pour étudier les critères de durabilité de la taxonomie (contribution substantielle, DNSH, garanties minimales)* » ;
- concernant le calcul des ICP, l'AMF relève « *le manque de précisions d'ordre méthodologique : comment les montants de CA, CapEx et OpEx ont été affectés au numérateur et en particulier les bases d'estimation le cas échéant* ».

Le communiqué de la CNCC « *Diligences du commissaire aux comptes relatives aux nouvelles informations en matière de taxonomie verte* » du 14 décembre 2022 précise les diligences du commissaire aux comptes sur les informations de taxonomie verte présentées dans la DPEF publiée à compter du 1^{er} janvier 2023 (pour les exercices 2022). Selon l'analyse de la CNCC, sous l'empire des règles applicables à DPEF, ces informations entrent dans le champ des vérifications spécifiques du commissaire aux comptes au titre de ses travaux sur le rapport de gestion et non dans le champ de vérification de l'OTI.

(1) Règlement délégué (UE) 2021/2139 de la Commission du 4 juin 2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par les critères d'examen technique permettant de déterminer à quelles conditions une activité économique peut être considérée comme contribuant substantiellement à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci et si cette activité économique ne cause de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux ; Règlement délégué (UE) 2023/2486 de la Commission du 27 juin 2023 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par les critères d'examen technique permettant de déterminer à quelles conditions une activité économique peut être considérée comme contribuant substantiellement à l'utilisation durable et à la protection des ressources aquatiques et marines, à la transition vers une économie circulaire, à la prévention et à la réduction de la pollution, ou à la protection et à la restauration de la biodiversité et des écosystèmes, et si cette activité économique ne cause de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux.

(2) Ces critères techniques permettent d'apprécier si une activité (i) contribue substantiellement à un ou plusieurs objectifs environnementaux fixés par la Taxonomie et se faisant (ii) ne cause aucun préjudice important à un autre objectif en matière de durabilité. Une activité ne peut pas être considérée comme durable sur le plan environnemental si elle ne respecte pas ces principes tels que précisés par les critères techniques en question (Règlement Taxonomie, art. 3).

(3) Au titre du Règlement Taxonomie, en sus des conditions visées ci-dessus une activité ne peut être considérée comme durable sur le plan environnemental que si, elle est exercée dans le respect des garanties minimales prévues concernant certaines libertés et droits fondamentaux établis par des textes internationaux mentionnés à l'article 18 du même Règlement (droits de l'Homme, droit du travail et conduite responsable des entreprises). La Commission européenne a par ailleurs publié le 16 juin 2023 une communication relative notamment à l'interprétation et la mise en œuvre de la notion de « garanties minimales » (Communication de la Commission (2023/C 211/01) sur l'interprétation et la mise en œuvre de certaines dispositions juridiques du Règlement de l'UE sur la taxonomie et ses liens avec le Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, 13 juin 2023).

(4) Communication de la Commission (C/2023/305) relative à l'interprétation et à la mise en œuvre de certaines dispositions juridiques de l'acte délégué sur la publication d'informations au titre de l'article 8 du règlement établissant la taxonomie de l'UE, en ce qui concerne la déclaration des actifs et activités économiques éligibles à la taxonomie et alignés sur celle-ci ; Communication de la Commission (C/2023/267) sur l'interprétation et la mise en œuvre de certaines dispositions juridiques de l'acte délégué relatif au volet climatique de la taxonomie de l'UE établissant les critères d'examen technique applicables aux activités économiques qui contribuent substantiellement à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci et ne causent de préjudice important à aucun autre des objectifs environnementaux.

(5) Annexe 2 du Règlement délégué du 4 juin 2021. Voir également en ce sens, AMF, Étude sur le reporting taxonomie des sociétés cotées non financières, novembre 2023, p. 6.

(6) Ainsi le Règlement délégué « complémentaire (Climat et Article 8) » (Règlement délégué (UE) 2022/1214), la Commission a étendu le champ d'application à des activités économiques susceptibles d'être qualifiées d'activité contribuant à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci.

(7) En 2024, l'AMF a publié un rapport sur le reporting Taxonomie des seuls sociétés financières (AMF, Etude sur le reporting taxonomie des sociétés financières cotées, 10 décembre 2024).

À noter qu'avec l'entrée en vigueur de la CSRD, les informations fournies au titre de la taxonomie verte sont certifiées par le commissaire aux comptes ou l'OTI désigné pour certifier les informations en matière de durabilité ⁽¹⁾.

La Commission européenne a adopté le 4 juillet 2025 ⁽²⁾ un paquet de mesures visant à **simplifier l'application de la taxonomie européenne**, dans le but de réduire la charge administrative des entreprises de l'Union tout en préservant les objectifs climatiques et environnementaux essentiels. Désormais, les entreprises financières et non financières sont **dispensées d'évaluer l'éligibilité et l'alignement à la taxonomie pour les activités économiques considérées comme non significatives**, c'est-à-dire représentant moins de 10 % du chiffre d'affaires, des dépenses d'investissement (CapEx) ou des dépenses opérationnelles (OpEx). Les entreprises non financières bénéficient également d'une exemption pour l'évaluation de l'alignement de l'ensemble de leurs OpEx lorsque ceux-ci sont jugés non matériels.

S'agissant des entreprises financières, certains indicateurs clés, tels que le **green asset ratio (GAR)** pour les établissements bancaires, sont **simplifiés** et une faculté de ne pas publier d'indicateurs de performance détaillés pendant une période transitoire de deux ans est prévue. Les modèles de **reporting** sont par ailleurs rationalisés, avec une **réduction substantielle du nombre de données à déclarer** (~64 % pour les entreprises non financières et ~89 % pour les entreprises financières). Enfin, les critères « *ne pas causer de préjudice important* » relatifs à la prévention et au contrôle de la pollution, notamment concernant l'utilisation et la présence de substances chimiques, sont également simplifiés.

3.3.10 PLAN DE VIGILANCE DES SOCIÉTÉS MÈRES ET DES ENTREPRISES DONNEUSES D'ORDRE

Depuis l'entrée en vigueur de la loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, toute société employant à la clôture de deux exercices consécutifs soit au moins 5 000 salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français, soit au moins 10 000 salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français ou à l'étranger, est tenu d'un devoir de vigilance ⁽⁷⁾.

Ces éléments entreront en vigueur sous réserve de la période de vérification du Parlement et du Conseil (quatre mois).

3.3.9.6 Autres éléments connexes au reporting extra-financier

Les sociétés cotées sont également tenues d'indiquer dans leur rapport de gestion des **éléments relatifs aux incidences de leurs activités quant à la lutte contre l'évasion fiscale** ⁽³⁾, ainsi que les actions qu'elles déploient afin de promouvoir le lien entre la Nation et ses forces armées et à **soutenir l'engagement dans les réserves de la garde nationale** ⁽⁴⁾.

Ces éléments devaient auparavant être publiés dans la DPEF ⁽⁵⁾. Désormais, la section du rapport de gestion dans laquelle les sociétés publient ces informations est laissée à leur libre appréciation et elles peuvent l'intégrer au sein du rapport de durabilité, ces éléments entretenant une certaine connexité avec des enjeux de durabilité abordés par des ESRS ⁽⁶⁾.

Au contraire des informations à publier au titre de la DPEF, les éléments à faire figurer dans le rapport de gestion ne sont pas soumis à une analyse de matérialité. En conséquence, elles doivent être publiées quelle que soit leur « **importance** » pour la société. Ceci n'implique pas qu'elle se dote en tout état de cause de procédures particulières, mais que la société explicite si et dans quelle mesure elle en a mis en place.

Rappelons que l'ESMA a publié le 1^{er} juillet 2025 une note rappelant les principes applicables à toute communication liée à la durabilité.

Les sociétés tenues de ce devoir de vigilance sont tenues d'établir, de mettre en œuvre et de rendre public **un plan de vigilance ainsi que le compte-rendu de sa mise en œuvre**. Ces deux documents sont rendus publics et inclus **dans le rapport de gestion**.

Le plan présente les mesures de vigilance raisonnables propres à **identifier les risques et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement résultant des activités de la société** et de celle des sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-16 II du Code de

(1) Articles L. 821-54 et L. 822-24 du code de commerce.

(2) Acte délégué adopté par la Commission européenne le 4 juillet 2025 modifiant le Règlement délégué (EU) 2021/2178.

(3) C. com. art. L. 22-10-35, 1°.

(4) C. com. art. L. 22-10-35, 2°.

(5) C. com. art. L. 22-10-36 ancien.

(6) A titre d'illustration, une société pourrait faire le lien avec les enjeux abordés dans l'ESRS S3 Communautés affectées ou ceux abordés dans l'ESRS G1 Conduites des affaires.

(7) C. com. art. L. 225-102-1.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

commerce, directement ou indirectement, ainsi que des activités des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie, lorsque ces activités sont rattachées à cette relation.

Le Tribunal Judiciaire de Paris a pu préciser la nature des obligations incombant aux entreprises. Les juges ont en particulier enjoint la société concernée de (i) compléter son plan de vigilance par une cartographie des risques destinée à leur identification, leur analyse et leur hiérarchisation, (ii) établir des procédures d'évaluation des sous-traitants en fonction des risques précis identifiés par la cartographie des risques, (iii) compléter son plan de vigilance par un mécanisme d'alerte et de recueil des signalements après avoir procédé à une concertation avec les organisations syndicales représentatives et (iv) publier un réel dispositif de suivi des mesures de vigilance. Il a été fait appel de la décision afin d'obtenir la clarification de certains points d'interprétation et d'application de la loi sur le devoir de vigilance, en l'absence de décret précisant les modalités d'application de cette loi. Une nouvelle chambre en charge des litiges sur le devoir de vigilance et la responsabilité écologique venant d'être créée à la Cour d'appel de Paris, il est possible que celle-ci soit en charge de l'analyse du jugement rendu ⁽¹⁾.

Depuis le 1^{er} janvier 2024, le plan de vigilance des **sociétés produisant ou commercialisant des produits issus de l'exploitation agricole ou forestière** doit en outre comporter des mesures de vigilance raisonnables propres à identifier les risques et à prévenir la déforestation associée à la production et au transport vers la France de biens et de services importés. Les catégories de sociétés concernées seront fixées par un arrêté.

3.3.11 ÉVÉNEMENTS RELATIFS À L'ACTIONNARIAT

En application de l'article 223-16 du Règlement général de l'AMF, **chaque mois**, les émetteurs sont tenus de publier et de transmettre à l'AMF le nombre total d'actions et de droits de vote composant leur capital social, **si ce nombre a varié** par rapport à celui publié antérieurement (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 12 du Guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour en décembre 2021*).

L'obligation d'élaborer un plan de vigilance devrait être **renforcée et élargie** puisque la **Corporate sustainability due diligence directive (« CS3D »)** a été définitivement adoptée ⁽²⁾, prévoyant des seuils plus bas que ceux actuellement applicables en France. Cette directive prévoit notamment la création d'une autorité de contrôle chargée de surveiller et de sanctionner le non-respect des obligations imposées aux entreprises. Elle étend les obligations de vigilance aux entreprises employant au moins 500 salariés et réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 150 millions d'euros. Suite aux modifications apportées par la directive « *Stop the Clock* », son application interviendra de manière progressive à partir de 2028 (et non plus à partir de 2027). La directive prévoit également la désignation d'autorités nationales de contrôle, habilitées à prononcer des sanctions en cas de manquement.

La proposition de directive **Omnibus**, publiée le 26 février 2025, prévoit un **allègement substantiel des obligations de vigilance imposées par la directive CS3D** notamment en limitant l'obligation de procéder à un **étude approfondie aux partenaires commerciaux directs** (et, concernant les partenaires indirects, s'il existent des informations plausibles d'une atteinte aux droits protégées par la CS3D liées à un partenaire indirect ou si la nature indirecte de la relation résulte d'un arrangement artificiel), en réduisant la fréquence des évaluations et en limitant le nombre de parties prenantes à consulter. Si Omnibus était adoptée, le champ des sociétés concernées devrait également être plus limité.

L'information relative au nombre d'actions et de droits de vote composant le capital des émetteurs ne fait pas l'objet d'une publication sur le site Internet de l'AMF. Elle est **diffusée par les émetteurs au titre de l'information réglementée** ; en conséquence, l'émetteur doit s'assurer de sa diffusion effective et intégrale et la mettre en ligne sur son propre site Internet.

(1) TJ de Paris, 1/4 social, 5 décembre 2023, RG 21/15827, La Poste.

(2) Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité.

3.3.12 RACHAT ET/OU CESSIION PAR L'ÉMETTEUR DE SES PROPRES TITRES (1)

3.3.12.1 Usage du LEI

En cas de rachat et/ou de cession par la société de ses propres titres, la communication au marché est obligatoire en application de la réglementation. Le contenu et les modalités de cette communication sont fixés par la réglementation.

Depuis l'entrée en vigueur, le 3 juillet 2016, du Règlement Abus de marché, les sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation doivent indiquer leur **identifiant, sous la forme du code « LEI »** (*Legal Entity Identifier*), dans leurs déclarations relatives aux rachats d'actions effectués et afin de permettre aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes dans l'entreprise de réaliser les notifications des transactions qu'elles ont effectuées (2).

Par ailleurs, les règles de marché d'Euronext prévoient que, depuis mars 2017, toute société doit mettre en œuvre toutes les mesures nécessaires afin de disposer d'un « LEI » tout au long de la période pendant laquelle ses instruments financiers sont admis aux négociations sur les marchés d'Euronext. En outre, les entreprises d'investissement exécutant des transactions sur les instruments financiers doivent se procurer le « LEI » de chaque participant aux transactions afin de remplir leurs obligations réglementaires vis-à-vis de l'AMF et de l'ESMA (3).

3.3.12.2 Mise en place d'un programme de rachat d'actions

Un document appelé « **descriptif du programme** », non soumis au visa de l'AMF, doit être publié préalablement à la mise en œuvre du programme de rachat. Le descriptif du programme de rachat constitue une **information réglementée** au sens du Règlement général de l'AMF et, à ce titre, doit faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale. Au cas où le descriptif figure **dans l'URD**, le rapport financier annuel ou le document de base rendu public avant la mise en œuvre d'un tel programme, l'émetteur est dispensé de la diffusion effective et intégrale de cette information (il devra toutefois indiquer dans le communiqué de mise à disposition de l'URD - du rapport annuel ou du document de base, le cas échéant - que le descriptif du programme figure dans ce document). (4)

3.3.12.3 Décision de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions (5)

Les émetteurs qui souhaitent procéder au rachat de leurs actions doivent y être préalablement **autorisés par leur**

Assemblée générale dans les conditions définies aux articles L. 22-10-62, L. 225-209-2 et L. 22-10-63 du Code de commerce. Généralement, les émetteurs ne communiquent pas sur la décision du conseil d'administration de mettre en œuvre le programme de rachat autorisé par l'Assemblée, étant précisé, en outre, que toute annonce est susceptible d'avoir un impact sur le cours de l'émetteur, ce qui pourrait rendre plus onéreux la mise en œuvre du programme de rachat pour l'émetteur.

3.3.12.4 Mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions

Les rachats d'actions dans les sociétés cotées sont soumis aux dispositions visant à interdire les abus de marché. Les émetteurs peuvent être autorisés à agir sur leurs propres titres en bénéficiant d'une dérogation en fonction des objectifs qu'ils poursuivent.

- L'article 5 du Règlement Abus de marché reprend une dérogation dite de « **présomption de légitimité irréfragable** » et prévoit que les émetteurs qui exécutent leurs rachats d'actions dans le cadre d'un programme de rachat et dans les conditions posées par cet article n'entrent pas dans le champ des abus de marché.

Pour bénéficier de cette dérogation, le programme de rachat doit poursuivre l'un des objectifs suivants :

- réduire le capital de l'émetteur ;
- satisfaire aux obligations découlant de titres de créances qui sont échangeables en titres de propriété ; ou
- satisfaire aux obligations découlant des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions, aux salariés ou aux membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou d'une entreprise appartenant au Groupe de l'émetteur.

- L'article 13 du Règlement Abus de marché reprend quant à lui la dérogation dite de « **présomption simple de légitimité** » et prévoit que l'interdiction d'effectuer ou de tenter d'effectuer des manipulations de marché ne s'applique pas aux pratiques de marché admises répondant à des raisons légitimes et instaurées par l'autorité compétente.

Les rachats d'actions réalisés en dehors des cas ci-dessus évoqués ne sont pas interdits en tant que tel (notamment les rachats d'actions effectués sous forme d'acquisition de blocs hors marché) mais ne bénéficient d'aucune présomption quelconque.

(1) Articles 241-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

(2) Articles 5 et 19 du Règlement Abus de marché.

(3) Article 26 du Règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.

(4) AMF, position-recommandation 2017-04, Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, mise à jour le 29 avril 2021.

(5) Position-recommandation AMF n° 2017-04, mise à jour le 29 avril 2021 – Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Le Règlement général de l'AMF et le Règlement délégué n° 2016/1052 prévoient l'obligation pour l'émetteur d'informer le marché de toutes les opérations effectuées.

Pour bénéficier de la présomption irréfragable de légitimité des rachats réalisés dans le cadre d'un programme de rachat, telle que prévue par l'article 5 du Règlement Abus de marché, les émetteurs doivent veiller à la « publication adéquate », c'est-à-dire une diffusion effective et intégrale intervenant avant le début des opérations ⁽¹⁾, d'un descriptif du programme de rachat précisant l'objectif du programme concerné, le montant pécuniaire maximal qui lui est alloué, la nombre maximal d'actions à acquérir et sa durée ⁽²⁾. Par exception, si les émetteurs publient un tel descriptif dans leur URD, ils peuvent se contenter de diffuser un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce descriptif ⁽³⁾. En pratique néanmoins, la publication d'un communiqué annonçant la réalisation d'étapes de ce programme (signature d'un contrat avec un PSI, mise en œuvre d'une tranche du programme...) est indiquée. On pourrait considérer qu'elles sont susceptibles d'être assimilées à une modification du programme qui doit faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale ⁽⁴⁾.

Par ailleurs, au plus tard à la fin de la septième journée boursière suivant la date de leur exécution, l'émetteur publie des informations sur chaque transaction relative au programme de rachat. **Les opérations sont présentées sous forme agrégée (par jour et par marché) et détaillée** ⁽⁵⁾. Cette information est mise en ligne sur le site Internet de l'émetteur et doit être tenue à la disposition du public pendant cinq ans. Ces rachats doivent également être déclarés à l'AMF dans le même délai de sept jours ⁽⁶⁾ de négociation par voie électronique en recourant au **modèle de déclaration type** présenté dans l'instruction AMF n° 2017-03 sur les modalités de déclaration des opérations réalisées dans le cadre des interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et des mesures de stabilisation.

De manière plus générale, et quel que soit le type de rachat, **tout programme de rachat** devra faire l'objet d'une **publication préalable** à sa mise en œuvre par voie de diffusion effective et intégrale, conformément à l'article 241-2 I du Règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, tout émetteur effectuant des opérations (acquisitions, cessions, annulations et transferts) sur ses propres titres dans le cadre d'un programme de rachat 4545454545 par voie électronique, conformément à l'article L. 22-10-64 du Code de commerce et à l'article 241-4 II du Règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, notons également que l'AMF recommande aux émetteurs de mettre en œuvre un cadre spécifique en **cas de rachat d'actions par acquisition de blocs** auprès d'un actionnaire significatif ⁽⁷⁾ :

- « avoir recours à une attestation d'équité, dès lors que le bloc est significatif, compte tenu de la structure de l'actionnariat et de la liquidité du titre. Cette attestation examinera si la transaction est dans l'intérêt de la société, compte tenu des conditions prévues et de la situation de la société, et se prononcera sur le prix prévu qui devrait, sauf situation particulière, comporter une décote par rapport au prix de marché » ;
- veiller au respect des dispositions du droit des sociétés et s'assurer que la réalisation de cette opération de rachat n'est pas de nature à compromettre les équilibres financiers et/ou la capacité d'investissement de l'émetteur ;
- rendre compte au marché de la transaction lors de sa conclusion par un communiqué de presse de diffusion effective et intégrale, en motivant son prix et son intérêt social et en précisant les conditions attachées à cette transaction.

Le communiqué mensuel constitue une information réglementée au sens du Règlement général de l'AMF et, à ce titre, doit faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale. Ces informations sont mises en ligne sur le site de l'AMF. Toutefois, dès lors que la **déclaration hebdomadaire** relative à la mise en œuvre du programme de rachat contient toutes les informations qui doivent être incluses dans le communiqué mensuel, **l'émetteur est dispensé** de procéder audit communiqué mensuel.

(1) RGMAF, article 241-2 I)

(2) Article 2.1 du Règlement délégué (UE) 2016/1052 de la Commission du 8 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les conditions applicables aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation

(3) RGMAF, article 241-3

(4) RGMAF, article 241-2 II ; v. également le AMF, Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, DOC-2017-04 : « Il est possible à un émetteur d'indiquer au marché que pour faire face à des circonstances nouvelles, il a demandé à son assemblée générale une autorisation portant sur le volume maximum autorisé par la loi, mais que le programme qu'il se propose de mettre en œuvre porte sur un volume beaucoup moins élevé et sur un ou deux objectifs seulement. Dans ce cas, les autres objectifs théoriquement possibles n'ont pas à être mentionnés dans le descriptif. Si la société décide ultérieurement de modifier son programme, dans les limites de l'autorisation donnée par l'assemblée générale, elle doit informer le marché par un communiqué. »

(5) Article 2.3 du Règlement délégué (UE) 2016/1052 de la Commission du 8 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les conditions applicables aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation

(6) Article 2.2 du Règlement délégué (UE) 2016/1052 de la Commission du 8 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les conditions applicables aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation

(7) AMF, position-recommandation 2017-04, Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, mise à jour le 29 avril 2021.

Enfin, pendant la réalisation du programme de rachat, toute modification d'une des caractéristiques du programme de rachat d'actions doit faire l'objet d'une communication effective et intégrale selon les mêmes modalités.

En cas de cotation multiple, l'émetteur devra accomplir ces formalités déclaratives auprès de chaque autorité compétente.

Le Conseil d'administration ou le Directoire doit indiquer, dans son **rapport annuel à l'Assemblée générale**, le nombre d'actions achetées et vendues au cours de l'exercice dans le cadre du programme de rachat d'actions, les cours moyens des achats et des ventes, le montant des frais de négociation, le nombre des actions inscrites au nom de la société à la clôture de l'exercice et leur valeur évaluée au cours d'achat, ainsi que leur valeur nominale pour chacune des finalités, le nombre des actions utilisées, les éventuelles réallocations dont elles ont fait l'objet et la fraction du capital qu'elles représentent.

Enfin, nous avons observé en 2021 l'émergence d'une pratique de « **rachats d'actions ESG** » mis en œuvre par certains émetteurs, dans lesquels la surperformance est allouée à des thématiques ESG (par exemple, dons à des associations).

Dans le cadre du *Listing Act*, entré en vigueur en décembre 2024, plusieurs modifications ont été apportées au règlement Abus de marché. Le nouveau règlement prévoit un léger **assouplissement des obligations de déclaration et de publications permettant de déroger aux interdictions relatives aux opérations d'initiés, à la divulgation illicite d'informations privilégiées et aux manipulations de marché** ⁽¹⁾. Désormais, pour qu'un programme de rachat bénéficie d'une telle dérogation, les émetteurs sont autorisés à publier uniquement des « *informations agrégées indiquant le volume agrégé et le prix moyen pondéré par jour et par plate-forme de négociation* », au lieu de chaque transaction. Par ailleurs, les informations sur les transactions ne doivent plus être transmises qu'à l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité, et non à toutes les autorités compétentes, même si celles-ci conservent le droit de demander la transmission des données à l'autorité destinataire ⁽²⁾.

3.3.12.5 Annulation d'actions propres

En principe, l'annulation des actions rachetées est déduite de l'obligation qui pèse sur les sociétés cotées de publier mensuellement le nombre total d'actions et de droits de

vote composant le capital de la société s'ils ont varié par rapport à la précédente publication, ce qui sera le cas dans l'hypothèse d'une annulation des actions rachetées (voir page 80, 3.3.11 « Événements relatifs à l'actionnariat »).

Par exception, si l'émetteur estime qu'une communication immédiate au marché est nécessaire ou opportune au regard de l'ampleur significative de l'annulation, il pourrait indiquer, dans un communiqué de presse, **l'impact de l'annulation sur les droits de vote au sein de l'émetteur et sur les ratios financiers de l'émetteur** (étant précisé que le nombre total de droits de vote de référence pour le calcul des franchissements de seuil demeure celui indiqué dans la dernière déclaration publiée par l'émetteur, conformément à l'article L. 233-8 II du Code de commerce). On observe qu'en pratique un communiqué est fréquemment publié par les émetteurs lors des annulations significatives ou inhabituelles pour l'émetteur.

3.3.12.6 Période d'abstention/Fenêtres négatives

Pour pouvoir bénéficier de la dérogation prévue par l'article 5 du Règlement Abus de marché, l'émetteur doit s'abstenir durant la mise en œuvre d'un programme de rachat de passer des ordres sur ses actions propres pendant certaines périodes :

- les **fenêtres négatives**, soit durant la période de trente jours calendaires précédant l'annonce d'un rapport financier intermédiaire ou annuel que l'émetteur doit rendre public, et, le cas échéant, les fenêtres négatives volontairement instaurées par les émetteurs. L'AMF recommande en effet aux émetteurs qui publient volontairement une information financière ou des comptes trimestriels ou intermédiaires d'instaurer des fenêtres négatives de **quinze jours calendaires minimum** avant leur publication ⁽³⁾ ;
- la période pendant laquelle l'émetteur décide de **différer la publication d'une information privilégiée**.

L'AMF rappelle cependant que l'émetteur peut décider de ne pas respecter ces périodes d'abstention s'il a mis en place **un programme de rachat planifié** (c'est-à-dire en fixant précisément le calendrier lors de la publication du programme) ou si l'exécution du programme est confiée à un prestataire de services d'investissement qui prend les décisions concernant les dates d'achat des actions en toute indépendance ⁽⁴⁾.

(1) Pour rappel, les interdictions d'opérations d'initiés, de divulgation illicite d'informations privilégiées et de manipulations de marché ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat, dès lors que certaines conditions sont satisfaites (Règl. UE 596/2014 art. 5).

(2) Article 5 du Règlement Abus de marché ; Article 2.2 (b) et Considérant 62 de la Résolution législative du Parlement européen du 24 avril 2024 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux.

(3) Position-recommandation AMF n° 2017-04, mise à jour le 29 avril 2021 – Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, § 1.5.2. Sur les fenêtres négatives, voir 3.2.2.5).

(4) Position-recommandation AMF n° 2017-04 – Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, § 1.5.3.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

3.3.13 CONTRAT DE LIQUIDITÉ

Le contrat de liquidité conclu par l'émetteur dans le cadre de son programme de rachat d'actions doit faire l'objet d'une information au marché par la voie d'un communiqué de presse diffusé selon les **mêmes modalités que l'information réglementée**.

Un **communiqué d'information réglementée** doit être publié :

- lors de la mise en œuvre d'un contrat de liquidité ;
- à l'occasion du bilan semestriel ;
- lorsqu'il est mis fin au contrat de liquidité ; et
- à l'occasion de toute modification des caractéristiques du contrat de liquidité.

Par ailleurs, une **déclaration mensuelle** doit être réalisée auprès de l'AMF, au même titre que pour les rachats d'actions.

Le contrat de liquidité constitue une **pratique de marché admise** au regard des critères d'appréciation établis par le Règlement Abus de marché et est plus amplement décrit dans la position AMF n° 2011-07 qui était applicable jusqu'au 31 décembre 2018 (Contrat de liquidité sur actions).

Conformément à l'article 13(3) du Règlement Abus de marché et aux articles 2(2) et 12 du Règlement délégué 2016/908, l'AMF a notifié le 31 mars 2021 à l'ESMA son intention d'instaurer une pratique de marché admise modifiée relative aux contrats de liquidité et de la substituer

à la pratique de marché admise en place depuis le 1^{er} janvier 2019. Ce projet avait reçu un avis négatif de l'ESMA le 28 mai 2021 ⁽¹⁾. Toutefois, et comme le droit européen le permet, l'AMF a décidé de mettre en œuvre ce projet et a publié le 22 juin 2021 une décision n° 2021-01 sur le renouvellement de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise qui est applicable depuis le 1^{er} juillet 2021 ⁽²⁾ et qui se substitue à la décision AMF n° 2018-01 du 2 juillet 2018. Le 23 juin 2021, l'AMF a également publié une note explicative de sa décision d'actualiser la pratique des contrats de liquidité.

Pour mémoire, la notification de la pratique de marché modifiée à l'ESMA s'était inscrite dans le cadre du réexamen prévu à l'article 13(8) du Règlement Abus de marché de la pratique de marché admise entrée en application le 1^{er} janvier 2019. L'AMF s'était engagée à prendre plusieurs mesures au cours d'une période transitoire de deux ans afin d'évaluer et tirer des leçons sur les modifications à apporter au cadre réglementaire applicable à la pratique de marché admise. En conséquence, l'AMF avait réalisé des contrôles sur place en 2020 chez cinq prestataires de services d'investissement mettant en œuvre de tels contrats. Une note de synthèse de ces contrôles avait été publiée sur le site internet de l'AMF ⁽³⁾. L'AMF avait également mené et publié sur son site Internet une analyse ⁽⁴⁾ visant notamment à apprécier dans quelle mesure des adaptations du cadre réglementaire devraient être envisagées.

3.3.14 RISQUES ET LITIGES

3.3.14.1 Les différentes catégories de risques

Dans le cours de son activité, l'émetteur peut être exposé à divers types de risques. Schématiquement, il est possible de distinguer **les risques propres à l'émetteur**, qui lui sont spécifiques et qui tiennent à des facteurs d'ordre interne (par exemple, le risque d'une défaillance d'un de ses clients, le risque lié à des pratiques non appropriées de fournisseurs, les **risques liés à un événement significatif** concernant une filiale cotée ou non cotée de l'émetteur, ou encore le **risque de défaillance** d'une contrepartie dans les opérations de marché) ; les risques qui tiennent à des facteurs

externes, notamment d'ordre macro-économique, susceptibles d'avoir un impact sur son activité et/ou ses résultats, par exemple les **risques de marché** (risque de change, risque de taux, risque de liquidité, ou encore risque portant sur une matière première) ; les **risques liés à un changement de la réglementation** applicable à l'émetteur ou à une modification des règles fiscales ; ou encore les **risques par pays** ayant un impact sur la production, la distribution des produits ou l'approvisionnement de l'émetteur. Les risques liés à des questions de durabilité, encore appelés risques de durabilité, sont des risques à la frontière entre les risques propres à l'émetteur et les risques externes.

(1) ESMA, *Opinion of the ESMA of 28 May 2021 relating to the intended Accepted Market Practice (AMP) on liquidity contracts notified by the AMF*.

(2) Décision AMF n° 2021-01 du 22 juin 2021 sur le renouvellement de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise.

(3) AMF, Synthèse des contrôles Spot sur les contrats de liquidité, février 2021.

(4) AMF, « Analyse rétrospective de l'impact des contrats de liquidité sur le marché français (décembre 2019-mai 2020), rétrospective de l'impact des contrats de liquidité sur le marché français (décembre 2019-mai 2020) et pistes d'évolution de la pratique de marché admise », avril 2021.

L'AMF, dans son Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels, donne ses recommandations pour la rédaction de la rubrique « Facteurs de risques » des URD ⁽¹⁾.

D'autres dispositions concernant la présentation des facteurs de risques au sein de l'URD sont insérées dans le Règlement européen délégué 2019/980 du 14 mars 2019. Enfin, l'ESMA a publié une recommandation finale le 29 mars 2019 ⁽²⁾, dans laquelle elle précise les éléments attendus et notamment les aspects concernant le nombre de facteurs de risques présentés ainsi que leur degré de matérialité et ses orientations le 1^{er} octobre 2019 ⁽³⁾.

L'AMF rappelle que les risques de durabilité, doivent être intégrés dans la rubrique facteurs de risques lorsqu'ils répondent aux critères énoncés par le Règlement Prospectus. En ce sens, les risques qui sont spécifiques à l'émetteur et/ou aux valeurs mobilières et qui sont importants pour la prise d'une décision d'investissement en connaissance de cause doivent être décrits dans la section relative aux facteurs de risques. Les autres risques requis par la réglementation (notamment la DPEF / le rapport de durabilité), qui ne présentent pas ces caractéristiques, ou encore le rapport de durabilité, peuvent être présentés dans d'autres parties de l'URD. ⁽⁴⁾

Concernant les **risques climatiques**, notons que l'on distingue classiquement deux grands types de risques ⁽⁵⁾ :

- les risques dits « **physiques** » : chaque entreprise économique mondiale dépend du fonctionnement des systèmes terrestres, comme un climat stable, et de services écosystémiques, comme la fourniture de biomasse (matières premières). La dépendance d'une organisation à l'égard de la nature a pour corollaire des risques physiques liés à la nature. Ces risques physiques apparaissent lorsque les systèmes naturels sont compromis, en raison de l'incidence d'événements climatiques (par exemple, des phénomènes météorologiques extrêmes comme une sécheresse) ou géologiques (par exemple, des phénomènes sismiques comme un tremblement de terre), ou en raison d'événements ou de changements dans l'équilibre des écosystèmes – la qualité du sol ou l'écologie marine, par exemple – qui perturbent les services écosystémiques dont dépendent les organisations. Ces risques peuvent être aigus, chroniques, ou les deux. Les risques physiques liés à la nature apparaissent à la suite de changements intervenus dans les conditions biotiques (organismes vivants) et abiotiques (environnement non vivant) nécessaires au bon fonctionnement des écosystèmes. Les risques physiques sont généralement propres à un lieu. Les risques physiques liés à la nature sont

souvent associés aux risques physiques liés au climat ;

- les risques dits « **de transition** » : c'est-à-dire les risques qui résultent d'une discordance entre la stratégie et la gestion d'une organisation ou d'un investisseur, d'une part, et l'évolution du paysage réglementaire, des politiques ou de la société dans lequel il ou elle exerce ses activités, d'autre part. Les évolutions destinées à enrayer ou à effacer les dommages causés au climat ou à la nature, telles que les mesures adoptées par les pouvoirs publics, les grandes découvertes technologiques, les évolutions du marché, les procédures judiciaires et les changements de préférences des consommateurs sont autant de facteurs susceptibles de créer ou de modifier des risques de transition.

L'ESMA et l'AMF soulignent l'importance d'assurer la cohérence entre les informations financières et extra-financières (voir page 50, 3.3.2.5.1 « Arrêté des comptes »).

3.3.14.2 Risques liés à l'évolution de facteurs macro-économiques

L'émetteur doit en principe communiquer au marché, sur une base régulière, dans le cadre de l'information périodique, les informations permettant aux investisseurs d'apprécier sa sensibilité aux risques d'ordre macro-économique. Ainsi, le marché devrait en principe être en mesure d'apprécier l'incidence, sur la situation de l'émetteur, de toute évolution des facteurs macro-économiques susceptibles de l'affecter.

L'information relative aux risques de marché auxquels est exposé l'émetteur doit être **incluse dans les états financiers de l'émetteur au titre de la norme IFRS 7**. La section sur les principaux risques et incertitudes du rapport de gestion, du rapport financier annuel, et la Section « Facteurs de risques » de l'URD peuvent renvoyer aux passages pertinents des états financiers de l'émetteur pour la description de ces risques de marché.

En complément de ces informations, le **rapport de gestion** doit rendre compte des **procédures de contrôle interne et de gestion des risques** uniquement pour celles relatives à l'élaboration et au traitement de l'information financière et comptable. Il doit également décrire les risques financiers **liés aux effets du changement climatique** et la présentation des mesures que prend l'entreprise pour les réduire en mettant en œuvre une stratégie bas-carbone dans toutes les composantes de son activité. Enfin, « *lorsque cela est pertinent pour l'évaluation de son actif, de son passif, de sa situation financière et de ses pertes ou profits* », le

(1) Position-recommandation AMF n° 2021-02, mise à jour le 28 juillet 2023 – Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels.

(2) ESMA 31-62-1217, 29 mars 2019.

(3) ESMA 31-62-1293 EN, 1^{er} octobre 2019.

(4) Position-recommandation AMF n° 2021-02, mise à jour le 28 juillet 2023 – Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels.

(5) Règlement Délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, Annexe II Acronymes et Glossaire des termes ; v. notamment, Lignes directrices sur l'information non financière : Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat 2019/C 209/01, p. 6.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

rapport de gestion doit indiquer les objectifs et la politique de l'émetteur concernant la couverture de chaque catégorie principale de transactions prévues pour lesquelles il est fait usage de la comptabilité de couverture, ainsi que sur son exposition aux **risques de prix, de crédit, de liquidité et de trésorerie**. Ces indications comprennent l'utilisation, par la société, des instruments financiers ⁽¹⁾.

Dès lors, l'émetteur pourra généralement s'abstenir de toute communication immédiate et spécifique concernant sa sensibilité aux évolutions des facteurs macro-économiques, cette communication s'effectuant en principe à l'occasion de la publication de **l'information périodique**.

Toutefois, lorsque l'émetteur constate que l'évolution d'un facteur macro-économique entraîne une perturbation injustifiée de son cours de Bourse, il devrait examiner si cette perturbation provient d'une **insuffisante explication au marché de sa sensibilité** au facteur macro-économique concerné. Si tel est le cas, l'émetteur devrait communiquer rapidement au marché afin de lui fournir toutes les explications lui permettant d'apprécier l'impact de l'évolution du facteur macro-économique concerné sur son activité et/ou ses résultats.

3.3.14.3 Risques propres à l'émetteur

La communication relative aux risques propres à l'émetteur s'effectue en principe dans le cadre de **l'information périodique** (l'information sera ainsi exposée dans le rapport de gestion, le rapport financier annuel et/ou l'URD, voire dans un amendement à l'URD).

Par exception, l'émetteur devrait toutefois procéder à la publication d'un **communiqué dès la constatation d'un risque qui n'est pas connu du marché**, s'il estime que l'ampleur et les impacts financiers éventuels du risque couru revêtent une importance telle, au regard notamment des impacts estimés sur ses performances et sa structure financière des différents scénarios d'évolution du risque, des impacts éventuels sur son cours de Bourse, des impacts estimés sur sa stratégie et/ou son organisation, ou encore des impacts éventuels sur sa réputation, qu'elle suppose une communication immédiate au marché.

Lorsque l'émetteur estime qu'une communication immédiate au marché est nécessaire, cette communication devrait comprendre une explication de la nature du risque couru et décrire les procédures de contrôle interne mises en place par l'émetteur.

La communication de l'émetteur pourrait également donner une **estimation des impacts chiffrés en cas de concrétisation du risque** (sous réserve que cette estimation présente une fiabilité suffisante) et indiquer si l'émetteur a mis en place une couverture du risque.

3.3.14.4 Litiges

Dans le cours de son activité, l'émetteur est exposé à **différents types de litiges**.

Schématiquement, ces litiges peuvent être les suivants :

- litiges avec un client, un fournisseur ou un partenaire commercial ;
- action en responsabilité intentée à l'encontre de l'émetteur en raison de la défectuosité de ses produits/services ou liée au non-respect de la réglementation ;
- litiges avec l'administration ou tout autre organe de supervision ;
- litiges avec des salariés ou des représentants des salariés ;
- litiges avec toute autre partie prenante.

En principe, la communication de l'émetteur portant sur les principaux litiges est effectuée dans le cadre de l'information périodique (URD, états financiers).

Par exception, l'émetteur apprécie la nécessité ou l'opportunité de diffuser immédiatement un **communiqué de presse**, en examinant si le litige a une importance significative au regard de ses conséquences industrielles, commerciales et/ou financières pour l'émetteur, étant précisé que le caractère significatif d'un litige avec des salariés et/ou des représentants de salariés s'apprécie au regard de la masse salariale concernée et de la remise en cause éventuelle d'un plan social ou d'un accord collectif.

En pratique, la communication de l'émetteur porte généralement **sur les termes du litige et sur le montant des demandes formulées** à l'encontre de l'émetteur au titre dudit litige. La communication de l'émetteur pourrait également inclure une estimation des impacts commerciaux, industriels, sociaux et/ou financiers éventuels de l'issue du litige pour l'émetteur – sous réserve que la divulgation de cette estimation ne porte pas atteinte aux intérêts de l'émetteur dans le cadre de la procédure en cours – et, le cas échéant, préciser si le litige est provisionné dans ses comptes.

(1) Articles L. 225-100-1 (Article abrogé à compter du 1er janvier 2025 et remplacé par l'article L.232-1) et L. 22-10-35 du Code de commerce.

3.4 INFORMATION PERMANENTE

3.4.1 COMPOSITION DES ORGANES DE DIRECTION, D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE

3.4.1.1 Nomination, révocation ou démission d'un membre du Conseil d'administration ou de surveillance

En principe, la communication relative à la composition du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance est effectuée **dans le cadre de l'information périodique** (cette information est en effet incluse dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise joint au rapport de gestion). Pour mémoire, le rapport sur le gouvernement d'entreprise peut être incorporé au sein de l'URD ⁽¹⁾.

Désormais l'AMF recommande en particulier aux sociétés de s'interroger systématiquement sur le caractère privilégié de l'information relative à la démission d'un administrateur et de la nécessité d'une communication au marché par voie de diffusion effective et intégrale, une telle information pouvant avoir un impact sur le cours, notamment lorsque ce départ intervient dans un contexte de désaccord stratégique. ⁽²⁾

Ainsi, dans le cas où l'émetteur anticiperait cette communication, son communiqué de presse présentera la personne concernée, les principales fonctions qu'elle exerce et, éventuellement, expliquera le motif de sa nomination, de sa révocation ou de sa démission. Le plus souvent, les émetteurs ne diffusaient un tel communiqué que lorsqu'il s'agit du **Président du Conseil ou d'un membre du Conseil représentant un actionnaire stratégique, l'administrateur référent, ou encore de l'expert en matière financière ou comptable du Comité d'audit**.

En cas de proposition par les organes dirigeants d'une nomination à l'Assemblée générale, le communiqué de presse peut être publié à l'issue du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance, selon le cas, ou au plus tard lors de la publication de la résolution de l'Assemblée générale.

En cas de **cooptation** par le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance ou de démission, le communiqué éventuel serait **publié à l'issue du Conseil d'administration** ou du Conseil de surveillance qui a procédé à la cooptation ou au cours duquel la démission est intervenue. On constate en effet qu'un tel communiqué n'est pas systématiquement publié par les émetteurs.

En cas de **révocation** d'un administrateur décidée par l'Assemblée générale, la communication doit avoir lieu **à l'issue de l'Assemblée générale** qui a décidé la révocation.

Notons que l'AMF est particulièrement vigilante, dans ses rapports sur le gouvernement d'entreprise à la qualification d'indépendant des membres du Conseil d'administration ou de surveillance.

3.4.1.2 Nomination, révocation ou démission d'un membre de la Direction générale ou du Directoire

La communication portant sur la personne du directeur général ou des membres du Directoire est effectuée **dans le cadre de l'information périodique** (cette information est en effet incluse dans l'URD et dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise prévu par l'article L. 225-37 du Code de commerce).

Une **communication immédiate** au marché par l'émetteur paraît toutefois **nécessaire dès la nomination, la démission ou la révocation du directeur général ou d'un membre du Directoire**.

En pratique, en cas de nomination, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur indique les principales fonctions exercées par le directeur général ou le membre du Directoire, peut rappeler les étapes de sa carrière professionnelle et le contexte de la nomination, révocation ou démission.

3.4.1.3 Mise en examen, implication ou condamnation d'un dirigeant dans une affaire judiciaire

L'information relative aux éventuelles condamnations qui pourraient être prononcées à l'encontre d'un dirigeant est en principe communiquée **dans l'URD** ⁽³⁾.

Par ailleurs, lorsqu'un dirigeant fait l'objet d'une mise en examen ou, plus généralement, se trouve impliqué dans une affaire judiciaire, **l'émetteur apprécie la nécessité** ou l'opportunité d'une communication au marché dès que possible. Sa décision sera fonction de savoir si l'implication du dirigeant est susceptible d'avoir des conséquences sur sa capacité à poursuivre l'exercice de ses fonctions ou sur l'activité de l'émetteur.

(1) Article 222-9 du Règlement général de l'AMF et recommandation AMF DOC-2012-02, art. 1.1.1.

(2) Recommandation AMF DOC-2012-02 – Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au Code AFEP-MEDEF (§7), mise à jour le 14 décembre 2023 ; Rapport 2023 sur le gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés cotées, 14 décembre 2023.

(3) Règlement (UE) 2019/980 de la Commission du 14 mars 2019 (Partie A, annexe 1, rubrique 12.1 et annexe 2).

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

INFORMATION PERMANENTE

3.4.2 ÉVÉNEMENTS LIÉS À L'ACTIVITÉ DE L'ENTREPRISE

3.4.2.1 Caractère significatif des informations

Les informations relatives à l'activité commerciale, la production, la recherche et développement et, dans une certaine mesure, la vie sociale de l'entreprise, constituent avec les annonces à caractère plus stratégique (acquisitions ou cessions), le *newsflow* de l'émetteur, destiné à illustrer la mise en œuvre de sa stratégie et participant de son image. **L'émetteur doit toujours veiller à ce que les événements qu'il décide de communiquer revêtent un caractère significatif afin d'éviter de saturer les acteurs des marchés en leur délivrant trop d'informations non hiérarchisées.**

Ainsi, des informations à caractère commercial, technique, d'intérêt local ou spécifique (liées à un secteur ou une technologie) n'atteignant pas un certain seuil de matérialité (voir *infra*) peuvent ne pas faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale (car elles ne constituent pas une information réglementée), mais seulement être mises à disposition sur le site Internet de l'émetteur.

Lorsque survient un événement lié à l'activité de l'entreprise, **l'émetteur apprécie donc si une communication au marché est requise**, eu égard au caractère significatif ou non de cet événement et de l'impact éventuel qu'il pourrait avoir sur le cours de Bourse de l'émetteur. L'émetteur pourra se baser notamment sur les critères suivants :

- conséquences attendues sur les performances financières (chiffre d'affaires, marge, coûts induits) ;
- effets sur la structure financière (endettement net, capitaux propres) ;
- impacts estimés, en termes de positionnement concurrentiel (gain ou perte de parts de marché, avancées technologiques conférant un atout compétitif, etc.), de stratégie (conquête d'une nouvelle zone géographique, diversification des activités, etc.) ;
- répercussions sociales estimées (recrutement, réorganisation fonctionnelle, etc.), et, en particulier, sur la zone concernée (pays, département, commune, région, etc.) ;
- secteur d'activité de l'émetteur (par exemple : importance particulière des brevets pour les émetteurs intervenant dans les secteurs de la pharmacie ou des cosmétiques, importance des grands contrats en matière pétrolière, etc.).

3.4.2.2 Activité commerciale

Il peut s'agir notamment de la signature ou de la perte d'un contrat, de l'échec d'un rachat de dette ⁽¹⁾, d'un nouveau client ⁽²⁾ ou de la perte d'un client, de la signature, de la modification ⁽³⁾ ou de la perte d'un accord commercial, ou encore d'un nouveau partenariat ou de la fin d'un partenariat ⁽⁴⁾.

Le communiqué de presse éventuel fournira : une mise en perspective stratégique, la présentation du contrat, de l'accord commercial ou du partenariat, le chiffre d'affaires qu'il représente. Enfin, une présentation du client ou du partenaire peut figurer dans le communiqué de presse.

3.4.2.3 Production

Il peut s'agir par exemple de l'annonce d'un plan d'investissement industriel, d'un plan de réorganisation ou de restructuration, du démarrage, du retard ⁽⁵⁾ ou de l'arrêt d'une ligne de production ou d'un site de production.

Les points pouvant être mentionnés dans d'éventuels communiqués de presse sont : le rappel du contexte stratégique et de marché, la nature de la production, les sites concernés, le calendrier prévisionnel de démarrage ou d'arrêt des installations industrielles, le montant de l'investissement ou l'impact *cash* et non *cash* sur les comptes de la cessation d'activité, l'impact éventuel sur l'organisation de l'émetteur, les effectifs concernés.

3.4.2.4 Recherche et développement

Il peut s'agir par exemple du dépôt, de la perte, du lancement, du changement ou de l'abandon d'une marque, d'un brevet ou d'une licence, du lancement ou de l'arrêt d'un produit ou d'un service. Dans certains secteurs, notamment la santé et les biotechnologies ⁽⁶⁾, les sociétés devront être particulièrement vigilantes sur la communication au marché de l'évolution des différentes phases de leurs projets de R&D et des résultats des tests et études susceptibles de constituer une information privilégiée.

Si un communiqué de presse est publié, il mentionnera : les impacts estimés sur l'activité, les coûts de R&D ou de marketing, le calendrier d'adoption ou d'abandon, éventuellement les clients concernés.

(1) AMF, Commission des sanctions, 21 décembre 2017, SAN-2017-15.

(2) AMF, Commission des sanctions, 2 juin 2015, SAN 2015-11, confirmée par une décision de la Cour d'appel de Paris du 31 mars 2016 (n°15/12351) et par un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 9 janvier 2019 (n°16-14.727, 16-14.866 et 16-18.201).

(3) AMF, Commission des sanctions, 28 juillet 2020, SAN 2020-08.

(4) AMF, Commission des sanctions, *La Commission des sanctions de l'AMF sanctionne trois personnes physiques et une personne morale pour un montant mai total de 700 000 euros pour des manquements d'initiés*, 7 mai 2025

(5) AMF, Commission des sanctions, 7 décembre 2016, SAN-2016-15.

(6) AMF, Commission des sanctions, 16 avril 2013, SAN-2013-11 ; AMF, Commission des sanctions, 1^{er} octobre 2019, SAN-2019-13. L'AMF s'attache toutefois à vérifier si l'information est susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours : AMF, Commission des sanctions, 29 septembre 2017, SAN-2017-08.

3.4.2.5 Événements sociaux

3.4.2.5.1 Plan social ou licenciements, grève

Si l'émetteur décide de diffuser un communiqué de presse sur l'un de ces thèmes, il pourra rappeler : le contexte stratégique, macro-économique, concurrentiel et social de l'entreprise, les raisons ayant présidé à ce type de décisions, les effectifs et sites concernés, les impacts possibles, en trésorerie et autres.

Il convient de souligner que, dans tous les cas, la communication au marché relative à un plan social doit être coordonnée avec **l'information/consultation des institutions représentatives du personnel** de l'émetteur.

3.4.2.5.2 Plan d'Épargne Entreprise (PEE)

La communication relative au PEE ne peut se concevoir que si sa création constitue un changement significatif, par exemple dans la détention par les salariés du capital de l'émetteur.

Il conviendra de veiller également à respecter la réglementation sur **l'information des institutions représentatives du personnel**.

3.4.2.6 Difficultés financières (1)

L'AMF est particulièrement attentive à l'information financière diffusée par des émetteurs en difficulté. Par principe, l'émetteur demeure redevable d'informations au marché, quelle que soit la nature de la procédure engagée.

L'information financière périodique doit 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. À cet égard, tout émetteur rencontrant des

difficultés financières doit être particulièrement diligent sur l'évolution de son niveau d'endettement et de sa trésorerie disponible lors de ses communications périodiques.

La mise en œuvre de l'obligation d'information permanente est plus complexe au regard de la confidentialité des procédures de prévention des difficultés des entreprises (mandat *ad hoc* et conciliation). À l'inverse, aucune confidentialité n'étant attachée au déroulement des procédures collectives (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaires), le principe d'obligation d'information permanente s'applique pleinement.

L'AMF recommande ainsi aux émetteurs en difficulté financière d'être particulièrement vigilants quant au respect de l'obligation d'information du marché dès que possible lors des différentes étapes des procédures, et notamment à l'issue des négociations avec les créanciers pour les émetteurs engagés dans une procédure préventive, 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. En amont de toute procédure collective, l'AMF a par exemple sanctionné un émetteur, sur le fondement de l'ancien article 223-2 de son Règlement général (publication dès que possible), pour avoir publié une information relative à la dégradation significative de son résultat opérationnel courant seulement six mois après qu'il eut connaissance de cette information précise, non publique et susceptible d'influencer le cours de ses instruments financiers (2).

Par ailleurs, il est recommandé d'informer l'AMF dès l'ouverture d'une procédure de prévention des difficultés de la société et de son évolution dans le temps, et dès l'ouverture d'une procédure collective. Dans ce dernier cas, l'émetteur veillera également à préciser son calendrier prévisionnel.

3.4.3 FRANCHISSEMENT DE SEUILS

3.4.3.1 Franchissement de seuil légal (information à la charge de l'actionnaire)

En application de l'article L. 233-7 du Code de commerce, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder directement ou indirectement un nombre d'actions franchissant l'un des seuils légaux (*i.e.* 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote de l'émetteur), que ce franchissement intervienne à la hausse ou à la baisse, doit procéder à une notification à l'émetteur concerné au plus tard le 4^e jour de Bourse suivant le franchissement de seuil considéré.

L'article 223-14 du Règlement général de l'AMF impose aux mêmes personnes d'informer également l'AMF avant la clôture des négociations, au plus tard le 4^e jour de négociation suivant le franchissement de seuil. Les informations relatives au franchissement d'un seuil légal de participation constituent une information réglementée dont la **diffusion effective et intégrale est exceptionnellement assurée directement par l'AMF sur son site Internet** (3).

Avec l'instauration d'un **droit de vote double automatique depuis le 2 avril 2016** (sauf clause contraire des statuts) pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une **inscription nominative depuis deux ans au moins**, les actionnaires devront particulièrement être vigilants au franchissement

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.4.4

(2) AMF, Sanc., 20 juin 2017, SAN-2017-06.

(3) Articles 221-1 1^m) et 221-3 du Règlement général de l'AMF.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

INFORMATION PERMANENTE

de ces seuils. L'AMF publie cette information sur son site Internet après réception du formulaire de déclaration de franchissement de seuil, dont **un modèle est disponible sur le site Internet de l'AMF**. L'ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 a modifié le champ des déclarations de franchissement de seuils.

- L'article L. 233-7 I du Code de commerce prévoit désormais que les actions entrant dans le calcul du seuil de participation peuvent être **possédées « directement ou indirectement »**.
- Le champ des instruments financiers exclus du calcul est élargi, en sus des actions, aux accords et instruments financiers mentionnés à l'article L. 233-7 et au I de l'article L. 233-9 du Code de commerce qui remplissent certaines caractéristiques (acquisition aux seules fins de compensation, détention par les teneurs de comptes-conservateurs, détention par un PSI dans son portefeuille de négociation, mais aussi désormais acquisition à des fins de stabilisation, etc.).
- Sont désormais assimilés aux actions et droits de vote pour le calcul des seuils dont le franchissement doit être déclaré les accords ou instruments financiers donnant droit à un règlement physique ou à un règlement en espèces (article L. 233-9 I 4° bis du Code de commerce) et les options exerçables immédiatement ou à terme. S'il est constant que seuls les instruments conférant une position longue doivent être pris en compte, l'AMF a récemment considéré qu'une double assimilation doit être faite en cas d'acquisition de *calls* physiques par une partie et de vente de *puts* physiques par la même partie, alors même que les caractéristiques de la situation rendaient impossible l'acquisition tout à la fois des actions sous-jacentes aux *calls* et des actions sous-jacentes aux *puts* (clause prévoyant la caducité des *puts* ou des *calls*, respectivement en cas d'exercice des *calls* ou des *puts*).
- L'acquisition de **titres dans le cadre d'un programme de rachat** et de stabilisation d'instruments financiers constitue un nouveau cas de dispense d'information relatif aux déclarations de franchissement de seuils légaux ou statutaires et aux opérations de cession temporaire, à condition que les droits de vote attachés ne soient pas exercés ni utilisés autrement que pour intervenir dans la gestion de l'émetteur (art. L. 233-7 IV du Code de commerce).

Enfin, aux termes de l'article 223-15-1 du Règlement général de l'AMF, les obligations de déclaration des franchissements de seuils s'appliquent également aux systèmes multilatéraux de négociation organisés lorsqu'une personne vient à posséder **plus de 50 % ou 95 % du capital ou des droits de vote** de la société. Dans ce cas, l'AMF, mais aussi désormais la société émettrice, doit être informée du franchissement de ces seuils.

Par conséquent, en application de la réglementation, **la déclaration de franchissement de seuil indique notamment le seuil franchi, le nombre total d'actions et de droits de vote détenus et le nom de l'actionnaire** ayant franchi le seuil.

La personne tenue à déclaration doit, en outre, préciser ⁽¹⁾:

- le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés ;
- les actions déjà émises que cette personne peut acquérir, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier à dénouement physique ou en espèces autres que ceux déjà pris en compte dans le calcul du franchissement de seuil.

La déclaration de franchissement de seuil doit également (i) préciser si l'actionnaire agit seul ou de concert et, (ii) en cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % ou 25 % du capital ou des droits de vote, indiquer les **objectifs poursuivis** au cours des six mois à venir dans une **déclaration d'intention**.

La déclaration d'intention doit alors être adressée à la société émettrice et parvenir à l'AMF **avant la fin du 5^e jour de Bourse suivant le franchissement**. Elle doit préciser les objectifs poursuivis au cours des six mois à venir, les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur, et les opérations pour la mettre en œuvre, ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du Code de commerce si elle est partie à de tels accords ou instruments ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et droits de vote.

Elle précisera également si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du Directoire ou du Conseil de surveillance. En cas de changement d'intention dans le délai de six mois, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à la société et à l'AMF sans délai et portée à la connaissance du public, ce qui fait de nouveau courir le délai de six mois.

3.4.3.2 Franchissement de seuil légal (information à la charge de l'émetteur) ⁽²⁾

En principe, l'émetteur communique au marché sur la composition et l'éventuelle modification de son actionnariat **dans le cadre de l'information périodique** lors de la publication de l'URD.

Par exception, lorsque la structure de l'actionnariat est modifiée suite à une opération à laquelle l'émetteur est partie, celui-ci peut estimer qu'une **communication immédiate** au marché est nécessaire en raison du caractère significatif de cette modification.

(1) Article L. 233-7 du Code de commerce.

(2) Les articles 223-11 et suivants du Règlement général de l'AMF sont applicables aux émetteurs cotés sur Euronext Growth en cas de franchissement des seuils de 50 % ou 90 % de leur capital ou de leurs droits de vote (art. 223-15-1 du Règlement général de l'AMF).

Le communiqué de presse de l'émetteur devrait être publié soit lors de la conclusion de l'accord définitif qui a pour conséquence de modifier l'actionnariat, soit en amont de la conclusion de l'accord définitif dès lors que la confidentialité du changement de la structure de l'actionnariat ne peut plus être assurée.

En l'absence de modification significative de l'actionnariat, l'émetteur qui souhaite faire part au marché de la modification de son actionnariat est libre de procéder à une communication à son entière discrétion.

Si l'émetteur estime qu'une communication immédiate est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur pourrait décrire l'opération ayant entraîné une modification de l'actionnariat et indiquer la répartition du capital à l'issue de l'opération, les principaux engagements de la société et, le cas échéant, la position de la société par rapport à cette modification de l'actionnariat.

3.4.3.3 Franchissement de seuil statutaire

L'actionnaire ayant franchi un seuil statutaire est tenu de déclarer ce franchissement **à l'émetteur** dans les délais fixés par les statuts. Il s'agit d'une information à usage interne qui n'a pas à être communiquée à l'AMF.

3.4.3.4 Pacte d'actionnaires concernant l'émetteur : signature ou fin

Conformément à l'article L. 233-11 du Code de commerce, les clauses des pactes d'actionnaires (et plus généralement de toute convention) qui prévoient des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de l'émetteur doivent être transmis par les signataires du pacte **à l'émetteur concerné et à l'AMF**, cette dernière en assurant la publicité auprès du public ⁽¹⁾ dans les cinq jours de Bourse à compter de la signature du pacte ou de la convention concernée.

L'émetteur, en revanche, n'est pas, par principe, tenu d'informer le marché lors de la signature ou de la rupture d'un pacte d'actionnaires le concernant. En principe, la communication de l'émetteur, relative aux pactes d'actionnaires le concernant, est effectuée **dans le cadre de l'information périodique** (URD).

3.4.4 RUMEURS ET FUTES

3.4.4.1 Rumeurs

Par principe, il n'appartient pas à l'émetteur de commenter les rumeurs le concernant, et ce quelle qu'en soit leur source (salle de marché, presse, forums Internet boursiers, etc.). Par exception, en cas de rumeur infondée persistante, et si cette rumeur induit, de l'appréciation de l'émetteur, une perturbation significative de son cours de Bourse et/ou des volumes de

L'émetteur et l'AMF devront également être informés de la date à laquelle la clause prend fin.

3.4.3.5 Pacte d'actionnaires concernant une filiale ou une participation de l'émetteur : signature ou fin

Lors de la signature par l'émetteur d'un pacte d'actionnaires concernant l'une de ses filiales cotées ou l'une de ses participations dans une société cotée, comme en cas de rupture ou de fin d'un tel pacte d'actionnaires, une communication au marché est obligatoire si le pacte prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de la filiale ou de la participation cotée concernée. Le pacte d'actionnaires doit alors, aux termes de la réglementation, être **transmis à l'AMF**, qui en assure la publicité dans les cinq jours de Bourse à compter de sa signature.

Lorsque le pacte ne concerne pas une société cotée ou concerne une société cotée mais ne prévoit pas de condition préférentielle de cession ou d'acquisition d'actions portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote, **l'émetteur apprécie la nécessité ou l'opportunité d'une communication au marché**, selon le cas, en examinant l'importance significative ou non du pacte d'actionnaires au regard notamment de l'intérêt stratégique majeur de cette filiale pour l'émetteur, du nombre d'actions visées par le pacte d'actionnaires et des droits conférés à l'émetteur et/ou à son (ses) cocontractant(s).

Lorsque l'émetteur estime nécessaire ou opportun de procéder à une communication au marché, le communiqué de presse devrait être publié immédiatement par l'émetteur, dès la signature, dès la fin ou dès la rupture du pacte d'actionnaires.

Le communiqué de presse diffusé par l'émetteur devrait alors indiquer l'identité des parties contractantes, le nombre d'actions visées par la convention et la durée de la convention. Le communiqué de presse devrait également décrire les principales obligations et prérogatives résultant du pacte pour les signataires ainsi que les conséquences de la fin du pacte (fin de l'éventuelle action de concert, etc.).

transaction sur son titre, **il appartient à l'émetteur d'apprécier l'opportunité de publier un communiqué de presse infirmant la rumeur**.

Si la rumeur est fondée, il s'agit vraisemblablement d'une fuite qui devra être traitée comme telle par l'émetteur (voir page 92, 3.4.4.2 « Fuites ») ; sur l'utilisation des médias sociaux pour la gestion des rumeurs, voir page 145, 4.4.3 « Réseaux sociaux ».

(1) Article 223-18 du Règlement général de l'AMF.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

INFORMATION PERMANENTE

L'hypothèse spécifique d'une rumeur relative au dépôt d'une offre publique sur l'émetteur est traitée dans la section consacrée aux offres publiques (voir page 116, 3.7.3 « Offre publique »).

3.4.4.2 Fuites

Conformément à l'article 177 du Règlement Abus de marché, repris par la position-recommandation AMF n° 2016-08, mise à jour le 29 avril 2021 (Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée), lorsqu'une rumeur suffisamment précise fait explicitement référence à une information privilégiée dont la publication a été différée,

l'émetteur doit **publier dès que possible cette information dont la confidentialité n'est plus assurée.**

L'hypothèse spécifique d'une fuite relative au dépôt d'une offre publique sur l'émetteur est traitée dans la section consacrée aux offres publiques (voir page 116, 3.7.3 « Offre publique »).

Il pourrait également être relevé le cas atypique de publication d'un faux communiqué de presse qui serait relayé par des agences de presse ⁽¹⁾. En pareille situation, il semble important pour l'émetteur de publier un démenti dès que possible (voir page 33, 2.6.2 « Prévention de la diffusion de fausses informations »).

3.4.5 COMMUNICATION FINANCIÈRE EN PÉRIODE DE CRISE

Les crises impactant la communication financière et les relations investisseurs peuvent être d'origines très diverses :

- **extérieures à l'entreprise**, comme ont pu l'être récemment la Covid-19 et la guerre en Ukraine ; dans ce cas, les Autorités de marché peuvent émettre des recommandations spécifiques (voir *infra*) ⁽²⁾ ; ou
- en lien avec des **événements survenus au sein de l'entreprise ou de son secteur**. L'intervention d'un actionnaire activiste (voir page 12, 1.3.3 « Actionnaires activistes ») peut être une forme de crise. Des incidents liés aux activités, une cyberattaque ou encore des conflits de gouvernance peuvent engendrer une situation de crise. Dans tous ces cas, les règles en matière d'information permanente et d'information privilégiée doivent être appliquées.

Les événements susceptibles de déclencher une crise peuvent être identifiés ; mais, selon les sujets, la survenue de la crise elle-même peut être en revanche plus difficile à anticiper. L'entreprise doit donc être préparée et avoir mis en place l'indispensable veille à tous les niveaux de l'entreprise, ainsi qu'avoir établi des procédures, préparé un certain nombre d'outils de communication et formé les équipes internes. Les nouveaux modes de communication (en particulier les réseaux sociaux) peuvent contribuer à accélérer significativement la circulation de l'information et la réactivité est fondamentale.

L'ESMA a lancé en décembre 2024 une **consultation** visant à renforcer la transparence sur la diffusion d'informations privilégiées en contexte de crise (MAR, MiFID II) ⁽³⁾.

À titre d'**exemple de gestion de crise**, l'AMF a publié en septembre 2020 ses recommandations sur la communication financière pendant la **crise sanitaire de la Covid-19**. Elle rappelait l'obligation de publier sans délai toute information privilégiée, notamment sur l'impact significatif de l'épidémie sur l'activité, la trésorerie ou les perspectives. L'information devait être diffusée par communiqué de presse pour garantir l'égalité d'accès, et idéalement présentée lors des publications de résultats. L'AMF insistait aussi sur la nécessité de maintenir un niveau d'information suffisant sur la liquidité. De son côté, l'ESMA recommandait une transparence accrue, fondée autant que possible sur une évaluation qualitative et quantitative des effets de la crise.

Un autre exemple est la guerre en Ukraine, débutée le 24 février 2022, qui a pu affecter significativement certaines sociétés. Dans un communiqué du 15 mars 2022, l'AMF relayait les recommandations de l'ESMA invitant les émetteurs à publier sans délai toute information privilégiée liée à la crise, sauf report justifié, ainsi qu'à intégrer dans leurs rapports financiers des données qualitatives et quantitatives sur les impacts directs et indirects du conflit (activités, expositions, chaînes d'approvisionnement, performance, etc.). L'AMF et l'ESMA ont également insisté sur la prise en compte de ces effets dans l'arrêté des comptes 2023.

En octobre 2024, l'AMF a rappelé, *via* sa recommandation DOC-2024-05, l'importance d'une communication transparente sur les conséquences des crises.

(1) AMF, Commission des sanctions, 11 décembre 2019, SAN-2019-17.

(2) Voir notamment AMF, Recommandation 2018-06, qui compile les différentes recommandations et points d'attention relevés lors des précédentes crises (Covid, Guerre en Ukraine, crise financière de 2008) avec des éléments concernant la présentation des effets de la pandémie de Covid-19, les recommandations applicables dans un contexte d'incertitudes, présentation des effets liés à l'invasion de l'Ukraine, etc.

(3) *Consultation Paper on the Draft technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM*, 12 décembre 2024.

3.5 DOCUMENT D'ENREGISTREMENT UNIVERSEL

3.5.1 DÉFINITION

Les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé (art. 524-1 du Règlement général de l'AMF) peuvent établir, chaque année, un document d'enregistrement universel (*Universal registration document* ou URD) ⁽¹⁾. L'URD remplace, suite au Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 (le Règlement « Prospectus 3 ») abrogeant la Directive Prospectus, le document de référence français depuis le 21 juillet 2019.

L'URD est un **document de synthèse** qui constitue un outil de communication en donnant aux différentes parties prenantes (analystes financiers, investisseurs, actionnaires individuels, etc.) tous les éléments nécessaires pour fonder leur jugement sur l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur. En effet, **il contient l'ensemble des informations juridiques, économiques, financières, comptables et extra-financières** concourant à une présentation exhaustive d'une société pour un exercice donné.

Bien que l'URD soit **facultatif**, il constitue une pratique courante puisqu'il est préparé par plus de la moitié des sociétés cotées sur Euronext Paris et il peut désormais être établi par les sociétés cotées sur Euronext Growth Paris. En effet, ce document présente plusieurs avantages.

D'une part, l'URD permet de **faciliter les opérations financières sur le marché**. Il pourra être incorporé par référence – sous réserve de son actualisation – au **prospectus diffusé en cas d'offre au public** ou demande d'admission de titres financiers sur un marché

réglementé. L'établissement d'un URD permet ainsi de faciliter ces opérations et d'en accélérer le calendrier de réalisation.

Le processus de préparation du prospectus est ainsi accéléré et le délai d'approbation du prospectus est réduit à cinq jours ⁽²⁾.

D'autre part, l'URD permet de **répondre aux exigences de qualité de l'information** exprimées par la communauté financière et l'ensemble des parties prenantes :

- les analystes financiers y trouvent une information facilitant les comparaisons sectorielles et pluriannuelles ;
- les analystes ISR y trouvent une série d'informations et d'indicateurs extra-financiers ;
- les investisseurs institutionnels apprécient de recourir à ce type de document de synthèse ;
- les actionnaires individuels, les journalistes et les académiques s'y procurent une source d'informations exhaustive et à jour sur l'entreprise.

La préparation de l'URD est néanmoins un **exercice difficile et de longue haleine**. Du fait du volume important d'informations à fournir et la multiplicité des sources réglementaires, sa préparation nécessite la mobilisation de plusieurs fonctions au sein de l'entreprise ainsi que la mise en place d'un **processus coordonné** de préparation, relecture, contrôle et validation du document. Depuis 2025, l'URD doit d'ailleurs aussi intégrer les informations de durabilité exigées par la directive CSRD, conformément à l'instruction AMF DOC-2019-211 récemment mise à jour ⁽³⁾.

3.5.2 TEXTES DE RÉFÉRENCE

Le contenu de l'URD et les modalités de dépôt de l'URD sont fixés par :

- le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, dit **Règlement Prospectus 3**, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la Directive 2003/71 ;

- les **Règlements délégués** n° 2019/979 et n° 2019/980 complétant le Règlement 2017/1129 ;
- une **instruction de l'AMF** du 6 décembre 2019 modifiée le 11 février 2025 (instruction AMF n° 2019-21), fixant les modalités de dépôt et de publication des prospectus ⁽⁴⁾ ;
- les **recommandations de l'AMF** ; et

(1) Article 212-13 du Règlement général de l'AMF.

(2) Règlement (UE) 2017/1129, Art. 20 § 6.

(3) L'instruction a été mise à jour pour décrire les modalités de dépôt auprès de l'AMF du document simplifié de l'annexe IX du règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 (Règlement Prospectus³) et des pièces complémentaires à fournir au titre de l'article 15 du Règlement sur les obligations vertes européennes, et mettre à jour les modèles d'encarts à faire figurer en couverture des documents approuvés par l'AMF ainsi que les modèles de déclaration de responsabilité à produire à compter du 1^{er} janvier 2025 lorsque le document d'enregistrement universel contient le rapport financier annuel ou semestriel.

(4) AMF, Dépôt des prospectus et des documents d'enregistrement universels : l'AMF met son instruction en conformité avec le Règlement Prospectus, 6 décembre 2019.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

DOCUMENT D'ENREGISTREMENT UNIVERSEL

- les **recommandations de l'ESMA** sur le Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 (le Règlement dit « Prospectus 3 ») ;
- les **orientations de l'ESMA** relatives aux prospectus publiées le 15 juillet 2020 ;
- les **questions/réponses de l'ESMA** relatives à la Réglementation Prospectus (ESMA, 31-62-1258) mise à jour le 3 février 2023 ;
- le **Règlement général de l'AMF**, notamment son article 212-13.

3.5.3 GUIDES D'ÉLABORATION

L'AMF a publié en janvier 2021 un **Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels**, position-recommandation AMF DOC-2021-02, mise à jour le 28 juillet 2023, lequel a pour objet de :

- présenter la réglementation applicable aux URD déposés auprès de l'AMF ;
- préciser la façon dont les émetteurs présentent les informations requises dans leur URD ; et
- regrouper les positions et recommandations de l'AMF et de l'ESMA en la matière. Des encadrés en noir signalent les recommandations de l'AMF, les encadrés de couleur « bordeaux » avec un trombone, les Orientations de l'ESMA, et les autres développements présentés dans ce guide identifient les rappels de textes à vocation pédagogique.

Sont ainsi évoqués dans ce guide :

- les **principes généraux** relatifs à l'élaboration de l'URD et son articulation avec les autres documents d'information publiés par les émetteurs (rapport financier annuel, rapport intégré, déclaration de performance extra-financière, rapport sur le gouvernement d'entreprise, etc.) ;
- la **présentation des différentes rubriques** de l'URD, telles qu'issues des annexes 1 et 2 du Règlement

délégué n° 2019/980, et les recommandations de l'ESMA et de l'AMF, issues des positions-recommandations DOC-2009-16 (Guide d'élaboration des documents de référence) et DOC-2014-14 (Guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes) ;

- les **recommandations spécifiques à certains types d'émetteurs** (sociétés de biotechnologie, sociétés immobilières, *start-up*, etc.) et aux informations financières *pro forma*.

Sa version modifiée du 28 juillet 2023 intègre les recommandations et bonnes pratiques du rapport AMF 2022 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants relatives à la prise en compte de la responsabilité sociale et environnementale par le conseil d'administration :

- la présentation des organes d'administration, de direction et de surveillance ;
- les rémunérations des mandataires sociaux ;
- la mise en jour de l'information sur les rémunérations.

L'AMF a mis à jour le 2 décembre 2024 son guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels pour intégrer les **nouvelles exigences de la directive CSRD**, notamment en matière de reporting de durabilité.

3.5.4 CONTENU

Les informations à inclure dans l'URD dépendent du type des titres financiers cotés sur le marché réglementé d'Euronext Paris et du type d'émetteur.

Les émetteurs dont les titres de capital (ou donnant accès au capital) sont cotés doivent fournir dans leur URD l'ensemble des informations requises par les annexes 1 et 2 du Règlement délégué 2019/980. L'annexe 1 requiert le niveau d'information le plus complet comparativement aux autres annexes du Règlement Prospectus et est organisée selon 21 sections pour les titres de capital :

- 1° Personnes responsables, informations provenant de tiers, rapports d'experts et approbation de l'autorité compétente ;
- 2° Contrôleurs légaux des comptes ;
- 3° Facteurs de risques ;
- 4° Informations concernant l'émetteur ;

- 5° Aperçu des activités ;
- 6° Structure organisationnelle ;
- 7° Examen de la situation financière et du résultat ;
- 8° Trésorerie et capitaux ;
- 9° Environnement réglementaire ;
- 10° Informations sur les tendances ;
- 11° Prévisions ou estimations du bénéfice ;
- 12° Organes d'administration, de direction et de surveillance et Direction générale ;
- 13° Rémunération et avantages ;
- 14° Fonctionnement des organes d'administration et de direction ;
- 15° Salariés ;
- 16° Principaux actionnaires ;
- 17° Transactions avec des parties liées ;

18° Informations financières concernant l'actif et le passif, la situation financière et les résultats de l'émetteur ;

19° Informations supplémentaires ;

20° Contrats importants ; et

21° Documents disponibles.

Les autres annexes du Règlement délégué 2019/980, moins contraignantes en termes d'informations requises, peuvent être utilisées par les émetteurs pour les émissions suivantes :

- émissions secondaires de titres de capital (annexe 3) ;
- parts d'organismes de placement collectif de type fermé (annexe 4) ;
- certificats représentatifs d'actions (annexe 5) ;
- titres autres que de capital destinés aux investisseurs de détail (annexe 6) ;
- titres autres que de capital destinés au marché de gros (annexe 7) ;
- émissions secondaires de titres autres que de capital (annexe 8) ;
- titres adossés à des actifs (annexe 9) ;
- titres autres que de capital émis par des pays tiers ou leurs autorités régionales ou locales (annexe 10).

L'article 222-9 du Règlement général de l'AMF permet, en outre, d'inclure dans l'URD **le rapport sur le gouvernement d'entreprise ainsi que le rapport des contrôleurs légaux** y afférent.

Aux informations déjà exigées précédemment dans le document de référence, le Règlement Prospectus (dit « Prospectus 3 ») ajoute désormais l'exigence d'informations plus fournies et/ou présentées différemment dans l'URD, notamment sur la stratégie, l'information extra-financière et les facteurs de risques pour l'émetteur. Ces exigences ont été renforcées par le *Listing Act* ⁽¹⁾, entré en vigueur le 4 décembre 2024, qui vise à améliorer la clarté, la pertinence et la comparabilité des informations fournies aux investisseurs.

Concernant la présentation des facteurs de risques, conformément à l'article 16 du Règlement Prospectus 3 tel que modifié par le *Listing Act*, la société doit :

- évaluer l'importance des facteurs de risques en fonction de la probabilité de les voir se matérialiser et de l'ampleur estimée de leur impact négatif ;
- présenter les facteurs de risques dans un nombre limité de catégories en fonction de leur nature ;
- Dans chaque catégorie de risques, énumérés les risques de manière cohérente ;
- décrire de manière adéquate chaque facteur de risques en expliquant en quoi il affecte l'émetteur (ou les valeurs mobilières offertes ou proposées à la négociation).

Le *Listing Act* apporte donc plusieurs modifications à la présentation des facteurs de risque. D'abord, les risques génériques ne sont plus à inclure. Ensuite, le prospectus ne doit pas indiquer de facteurs de risque généraux qui n'ont pour but que d'exonérer l'émetteur de sa responsabilité ou qui ne donnent pas une image suffisamment claire des facteurs de risque spécifiques dont les investisseurs doivent avoir connaissance. Par ailleurs, l'émetteur peut, à sa discrétion, évaluer la matérialité de chaque facteur de risque en recourant à une échelle qualitative (faible, modérée ou élevée), fondée sur la probabilité de survenance et l'ampleur de l'impact négatif attendu. Enfin, l'obligation de présentation hiérarchisée des facteurs de risque a été supprimée au profit d'une présentation fondée sur la cohérence.

L'ensemble de ces règles est présenté au sein du **Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers** ⁽²⁾, qui regroupe la réglementation applicable ainsi que la doctrine de l'AMF et de l'ESMA.

Pour plus de détails sur la présentation des facteurs de risques dans l'URD, voir page 122, 3.8 « Opérations financières ».

L'ESMA a publié des lignes directrices relatives à la présentation des facteurs de risques, conformément au Règlement Prospectus 3, à destination des autorités nationales compétentes dans le cadre de leur revue des URD ⁽³⁾ pour les inciter à favoriser notamment la spécificité, l'importance des facteurs de risques, leur présentation par catégorie de même nature et leur concision.

(1) *Listing Act* : les modifications apportées au règlement Prospectus – Bulletin Joly Bourse – 30 janvier 2025

(2) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(3) ESMA, *Final report, Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation*, 31-62-1217, 29 mars 2019.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

DOCUMENT D'ENREGISTREMENT UNIVERSEL

3.5.5 ARTICULATION AVEC LES AUTRES PUBLICATIONS ANNUELLES

L'URD peut prendre la forme d'un **document spécifique** ou d'un **rapport annuel destiné aux actionnaires** lorsque celui-ci contient toutes les informations requises et que la présentation promotionnelle de l'émetteur ne nuit pas à la nécessaire objectivité de l'information contrôlée par l'AMF.

La publication de l'URD n'est soumise à aucun délai particulier. Néanmoins, s'il est publié dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice et comporte toutes les informations requises dans le rapport financier annuel, **l'URD peut faire office de rapport financier annuel**. L'émetteur est alors dispensé de la publication séparée du rapport financier annuel, sous réserve qu'il satisfasse aux conditions de publication et d'archivage de l'information réglementée ⁽¹⁾.

La publication au moins trente-cinq jours avant la tenue de l'Assemblée générale annuelle est considérée comme une bonne pratique par les investisseurs institutionnels et les *proxy advisors*.

Au-delà du contenu obligatoire de l'URD décrit ci-dessus, les émetteurs disposent de la liberté de le compléter d'un certain nombre d'**informations optionnelles**, ce qui leur permet d'optimiser leurs publications annuelles. Cependant, l'URD « *ne devrait pas contenir d'informations qui ne sont pas importantes ou propres à l'émetteur et aux valeurs mobilières concernées, car cela pourrait masquer les informations pertinentes pour la décision d'investissement et porter ainsi atteinte à la protection des investisseurs* » ⁽²⁾. Il peut ainsi diffuser l'intégralité de l'URD ou un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document ou de ses amendements. ⁽³⁾

Le tableau suivant récapitule l'ensemble des documents qui peuvent être inclus dans les URD en distinguant ceux qui sont obligatoires de ceux qui sont optionnels.

	Documents obligatoires	Documents optionnels
URD	<p>Contenu décrit dans la Section « Contenu de l'URD » ci-dessus, avec notamment :</p> <ul style="list-style-type: none">Comptes consolidés des trois derniers exercices (avec la possibilité d'incorporer par référence ceux des exercices N-2 et N-1 dès lors que ces états financiers ont déjà été publiés dans un document déposé/enregistré auprès de l'AMF) et rapports des contrôleurs légaux y afférents.	<ul style="list-style-type: none">Comptes annuels de la société émettrice du dernier exercice.Rapport de gestion complet – Code de commerce.Déclaration de performance extra-financière.Rapport sur le gouvernement d'entreprise et rapport des contrôleurs légaux y afférent.Descriptif du programme de rachat d'actions.Documents requis pour l'Assemblée générale.

De plus en plus d'émetteurs choisissent une **démarche one-stop-shopping** en incluant dans l'URD toutes les informations obligatoires ou susceptibles d'être demandées au cours de la période considérée.

En fonction des documents qui y sont inclus, l'URD est communément désigné :

- « 2 en 1 » lorsqu'il inclut ou fait également office de rapport financier annuel (« RFA ») ; ou
- « 3 en 1 » lorsqu'il comprend le RFA ainsi que le rapport de gestion complet requis par le Code de commerce (auquel est joint le rapport sur le gouvernement d'entreprise) ; voire
- « 4 en 1 » ou « rapport annuel destiné à l'Assemblée générale » lorsqu'il comprend l'ensemble des informations requises pour l'Assemblée générale, y compris les informations et documents adressés aux actionnaires.

L'AMF recommande aux sociétés, afin de permettre de reconstituer le contenu des documents précités, d'indiquer clairement, par exemple, par une table de concordance, si l'URD inclut ⁽⁴⁾ :

- le rapport de gestion (y compris, s'il y a lieu, la déclaration de performance extra-financière et le plan de vigilance) et le rapport sur le gouvernement d'entreprise ; et/ou
- l'ensemble des informations requises pour l'Assemblée générale.

(1) Règlement (UE) 2017/1129, art. 9.

(2) Considérant 27 du Règlement Prospectus.

(3) Article 212-13 du Règlement général de l'AMF.

(4) Position-recommandation 2021-02, § 3 – Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels.

Le tableau suivant résume ces différents cas de figure :

	Documents	Informations à inclure
URD « 2 en 1 »	<ol style="list-style-type: none"> 1. URD. 2. RFA. 	<p>Contenu URD complété des éléments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Comptes annuels de la société émettrice pour l'exercice N et rapport des CAC afférent ; ■ Rubriques du rapport de gestion requises dans le rapport financier annuel (lorsque la société suit l'annexe I, il conviendra notamment d'ajouter les informations relatives aux rachats d'actions propres et des informations comprises dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise joint au rapport de gestion).
URD « 3 en 1 »	<ol style="list-style-type: none"> 1. URD. 2. RFA (auquel est joint le rapport sur le gouvernement d'entreprise). 3. Rapport de gestion complet. 	<p>Contenu URD « 2 en 1 » complété des informations du rapport de gestion non explicitement requises dans l'URD + RFA et des informations comprises dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise joint au rapport de gestion, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Conséquences sociales et environnementales de l'activité ; ■ Participation des salariés au capital social ; ■ Description des installations Seveso ; ■ Indication des franchissements de seuil et la répartition du capital ; ■ Récapitulatif des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société ; ■ Activité des filiales et des participations et indication des prises de participation.
URD « 4 en 1 »	<ol style="list-style-type: none"> 1. URD. 2. RFA (auquel est joint le rapport sur le gouvernement d'entreprise). 3. Rapport de gestion. 4. Informations requises pour l'AG. 	<p>Contenu URD « 3 en 1 » complété de toutes les informations requises pour l'AG, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Tableau des résultats des cinq derniers exercices (C. Com R. 225-102) ; ■ Tableau d'affectation du résultat ; ■ Ordre du jour et projet de résolutions ; ■ Rapports spéciaux des commissaires aux comptes (options de souscription d'actions, attributions gratuites d'actions, réalisation des rachats d'actions, suppression du droit préférentiel de souscription, etc.).

Certaines sociétés établissent, à côté de l'URD, un **rapport annuel distinct** (ou plaquette institutionnelle). Ce document de communication, parfois appelé rapport d'activité et de responsabilité d'entreprise, est libre mais présente généralement le Groupe, sa stratégie, sa gouvernance, ses activités et marchés, son engagement en matière de développement durable et d'innovation, ainsi que ses chiffres-clés financiers et extra-financiers. D'autres sociétés publient un **rapport intégré** qui présente de façon concise et pédagogique leur stratégie de création de valeur (financière et extra-financière) à court, moyen et long termes et les relations avec les parties prenantes.

Dans la mesure où la forme et la structure de l'URD sont flexibles, **il est possible d'inclure ces documents en**

première partie de l'URD en les complétant par une seconde partie réglementaire. Cette solution permet aux émetteurs d'améliorer la cohérence et de dégager des synergies entre leurs publications annuelles, tout en procédant à une diffusion distincte et large de la première partie. Il convient néanmoins de veiller à ce que seule l'association des deux parties soit désignée comme l'URD dans son intégralité, la plaquette annuelle ou le rapport intégré n'étant qu'un élément constitutif qui ne doit pas comporter le numéro d'approbation de l'AMF.

Dès lors que l'URD fait office de RFA, l'URD doit respecter les contraintes de format électronique du RFA (voir page 51, 3.3.2.5.4 « Diffusion et format ESEF »). Aussi, il doit être déposé au format ESEF en conformité avec la dernière taxonomie XBRL publiée ⁽¹⁾.

(1) AMF, Le format électronique unique européen (ESEF) pour les rapports financiers annuels, 19 février 2025.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

DOCUMENT D'ENREGISTREMENT UNIVERSEL

3.5.6 STRUCTURE

L'observation des pratiques du marché permet de dégager **trois types de structures** majoritairement utilisées par les émetteurs pour leur URD sur Euronext Paris :

- une structure reprenant l'ordre des rubriques des annexes 1 et 2 (Partie A) du Règlement délégué (UE) 2019/980 du 14 mars 2019 (Règlement de niveau 2 venant préciser le Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017) ;
- une structure thématique en six à dix chapitres ;
- une structure en deux parties, une première partie de type plaquette institutionnelle (ou rapport intégré), complétée par une partie présentant l'ensemble des autres informations financières et juridiques.

3.5.7 RESPONSABILITÉ

Le ou les responsables de l'URD doivent attester qu'**après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, les informations contenues dans l'URD sont, à leur connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.**

Les responsables signataires de l'attestation peuvent être le président du Directoire, le président-directeur général, ou, si les fonctions sont dissociées, le directeur général ou un directeur général délégué pour les sociétés à Conseil d'administration.

L'AMF a publié des modèles d'attestation des personnes responsables de l'URD correspondant aux situations

3.5.8 CONTRÔLE PAR LES COMMISSAIRES AUX COMPTES

Au-delà de leurs rapports sur les comptes annuels et consolidés, les commissaires aux comptes attestent que **les informations pro forma**, éventuellement présentées dans l'URD (le cas échéant, dans ses amendements) ont été adéquatement établies sur la base indiquée et que la base comptable utilisée est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur ⁽¹⁾.

Depuis le 21 juillet 2019, l'obligation d'inclure un rapport des commissaires aux comptes sur les prévisions et estimations de bénéfice est supprimée ⁽²⁾.

S'agissant des **autres informations contenues dans l'URD**, les commissaires aux comptes procèdent à une lecture d'ensemble du document afin de relever, parmi les autres informations, celles qui leur apparaîtraient manifestement incohérentes sur la base de leur

Lorsque la structure de l'URD ne suit pas l'ordre des rubriques des annexes 1 et 2, une table de concordance entre les rubriques des annexes 1 et 2 (Partie A) du Règlement délégué (UE) 2019/980 et celles de l'URD est fournie.

Compte tenu de l'étendue des informations requises, les sociétés peuvent, dans leur URD, **effectuer des renvois d'une partie à une autre**. Ceci permet d'éviter la duplication de l'information (à condition toutefois que ces renvois soient spécifiques et ne nuisent pas à la lisibilité du document). La seule exception à ce principe est prévue par le Règlement délégué n° 2019/980 : **tous les risques spécifiques et importants doivent être inclus dans la section sur les facteurs de risques**. Les facteurs de risques définis à l'article 16 du Règlement Prospectus doivent être décrits de manière adéquate dans cette section.

suivantes (Instruction AMF n° 2019-21 du 6 décembre 2019, modifiée le 11 février 2025) :

- attestation d'un URD seul ;
- attestation d'un URD contenant un rapport financier annuel incluant, si l'émetteur est tenu de publier des informations en matière de durabilité au titre de la CSRD, la précision selon laquelle à la connaissance de la personne responsable de l'URD, le rapport financier « a été établi conformément aux normes d'information en matière de durabilité applicables » ;
- attestation d'un URD (ou d'une actualisation) contenant un rapport financier semestriel.

connaissance générale de l'émetteur acquise dans le cadre de leur mission.

Les commissaires aux comptes établissent à destination de l'émetteur une **lettre de fin de travaux** sur l'URD dans laquelle ils font état des rapports émis figurant dans ledit document ou, le cas échéant, leurs amendements et indiquent, au terme de leur lecture d'ensemble et des éventuelles vérifications particulières effectuées conformément à leur norme professionnelle, leurs éventuelles observations. Cette lettre de fin de travaux est datée de deux jours de négociation au plus avant le dépôt de l'URD auprès de l'AMF ou de son approbation par l'AMF. S'agissant d'un document privé, elle n'est pas publiée dans le document mais elle est délivrée à l'émetteur qui en transmet une copie à l'AMF.

(1) Article 212-15 du Règlement général de l'AMF.

(2) ESMA, *Technical advice under the Prospectus Regulation*, n° 31-62-800, 28 mars 2018.

3.5.9 PROCÉDURE DE REVUE PAR L'AMF

Le projet de premier document d'enregistrement universel fait l'objet d'une **revue a priori** par l'AMF, qui peut demander des adaptations ou des investigations complémentaires, préalablement à son approbation et à sa publication. Désormais, dans le cadre du *Listing Act*, dès la deuxième année, l'URD est simplement **déposé auprès de l'AMF** et peut faire l'objet d'une **revue a posteriori** de l'AMF. Si par la suite l'émetteur ne dépose pas d'URD pour un exercice financier, il perd le droit de déposer l'URD sans approbation préalable et doit soumettre de nouveau un document d'enregistrement universel (URD) ultérieur à l'AMF pour approbation avant de bénéficier du régime de dépôt⁽¹⁾.

3.5.10 AMENDEMENTS

À compter de la publication de l'URD, l'émetteur peut émettre des amendements portant sur les éléments comptables publiés et les faits nouveaux relatifs à son organisation, son activité, ses risques, à sa situation financière et ses résultats, selon les mêmes modalités que celles prévues pour l'URD.

Lorsqu'un amendement à l'URD est rendu public dans les **trois mois qui suivent la fin du premier semestre** et comprend le rapport financier semestriel, l'émetteur est **dispensé de la publication séparée de ce rapport**⁽²⁾.

Notons que certains émetteurs ont pu souhaiter publier des modifications de certaines parties de leur URD (rapport sur le gouvernement d'entreprise, rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale) sans

Lorsque l'AMF, dans le cadre de ses missions de contrôle *a posteriori*, constate une omission ou une inexactitude significative dans le contenu de l'URD, elle en informe l'émetteur, qui doit déposer auprès de l'AMF un **amendement à l'URD** (voir 3.5.10 *infra*). Ces amendements sont mis à la disposition du public. L'AMF considère comme significative toute omission ou inexactitude qui est susceptible de fausser manifestement l'appréciation par l'investisseur de l'organisation, de l'activité, des risques, de la situation financière et des résultats de l'émetteur. Les autres observations formulées par l'AMF sont portées à la connaissance de l'émetteur, qui en tient compte dans l'URD de l'année suivante.

formellement publier un amendement à l'URD. Elles ont alors publié uniquement un *addendum* auxdits rapports.

Le Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels de l'AMF souligne également que les émetteurs peuvent **corriger des erreurs non significatives en publiant une nouvelle version de leur URD** en ajoutant simplement une mention au sein de celui-ci pour souligner qu'il s'agit d'une nouvelle version annulant et remplaçant la précédente (on observe que certaines sociétés effectuent de tels remplacements sans publier de communiqué de presse). Dans tous les cas, la société informe son interlocuteur à l'AMF en lui adressant par email une demande écrite qui liste les modifications mineures à apporter.

3.5.11 MODALITÉS DE DIFFUSION ET D'ARCHIVAGE

Il n'existe **pas de délai imposé par la réglementation pour la publication de l'URD**. En pratique, cependant, l'URD est généralement publié avant l'Assemblée générale annuelle et dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice de l'émetteur pour faire office de rapport financier annuel et de rapport de gestion. En effet, lorsque l'URD comporte toutes les informations exigées dans le rapport financier annuel, l'émetteur est dispensé d'une publication séparée du rapport financier annuel, sous réserve (i) de diffuser, par voie électronique, un communiqué indiquant la mise à disposition de l'URD et (ii) d'archiver ce document sur son site Internet et sur un site référencé d'archivage pendant dix ans (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 11 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion*) (voir page 96, 3.5.5 « Articulation avec les autres publications annuelles »).

L'AMF a publié un **Guide pratique de dépôt d'un document d'enregistrement universel ou de son amendement auprès de l'AMF** (publié le 6 décembre 2021 et mis à jour le 15 mars 2024) afin d'accompagner les émetteurs et leurs conseils dans le dépôt de leur document d'enregistrement universel (URD) ou son amendement auprès de l'AMF *via* son extranet ONDE.

Les émetteurs doivent déposer leur URD, toutes les pièces accompagnant le dépôt et toutes les versions successives de l'URD auprès de l'AMF *via* **l'extranet « ONDE »**, accessible sur le site Internet de l'AMF à l'adresse suivante : <https://onde.amf-france.org/>.

L'AMF rappelle qu'à compter de 2024, les émetteurs doivent déposer uniquement la version officielle (version ESEF) de leur rapport financier annuel auprès de l'AMF. La version électronique de l'URD sera mise en ligne sur le site Internet de l'AMF.

(1) Règlement (UE) 2017/1129, art. 9 § 2.

(2) Règlement (UE) 2017/1129, art. 9 et Règlement délégué du 14 mars 2019.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

DOCUMENT D'ENREGISTREMENT UNIVERSEL

Ainsi, la version PDF de l'URD doit indiquer : « *Ce document d'enregistrement universel est une reproduction au format PDF de la version officielle du document d'enregistrement universel établi au format XHTML, déposée auprès de l'AMF [ou approuvé par l'AMF] le [date] et disponible sur le site Internet de l'AMF [lien hypertexte].* ».

L'AMF rappelle également que la publication de la version officielle sur le site de l'émetteur est obligatoire dès son dépôt auprès de l'AMF ⁽¹⁾.

L'URD peut être consulté à tout moment par toute personne qui en fait la demande au siège de l'émetteur ou auprès des organismes chargés d'assurer son service financier, une copie du document doit être adressée sans frais à toute personne qui en fait la demande.

Lorsque l'URD fait également office de rapport financier annuel (ou semestriel), il est soumis aux modalités de diffusion et d'archivage propres à l'information réglementée ⁽²⁾, à savoir :

- diffusion, dite « effective et intégrale », par voie électronique. Un communiqué indique alors la mise à disposition de l'URD (un exemple de communiqué de presse figure en annexe 11 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion) ;
- depuis la Directive Transparence révisée, l'obligation d'archivage sur le site Internet de l'émetteur a été portée à dix ans. Depuis le 6 janvier 2009, l'AMF transmet les documents à la Direction de l'Information légale et administrative, qui assure l'archivage via le portail dédié www.info-financiere.fr.

3.5.12 RAPPORT INTÉGRÉ

L'information réglementée des entreprises, malgré l'objectif de transparence encouragé par le régulateur, ne permet pas pour autant une lecture aisée de leur stratégie par les parties prenantes.

La stratégie des sociétés cotées et les multiples facettes de leur *business model* méritent certainement une présentation plus cohérente que la simple juxtaposition des actuelles publications : le rapport annuel, l'URD, le rapport RSE, etc.

Le concept de « rapport intégré » consiste à présenter aux parties prenantes (et pas seulement à la communauté financière) la stratégie de l'émetteur, en incluant notamment les dimensions sociales, sociétales et environnementales, tant dans ses ambitions que dans ses modes opératoires, de manière simple, lisible et adaptée à chaque cas spécifique d'entreprise. À l'instar des pratiques à

Par ailleurs, le communiqué de presse de mise à disposition de l'URD doit aussi mentionner **la liste des informations réglementées incluses dans le document**, notamment le rapport sur le gouvernement d'entreprise, le descriptif des programmes de rachats d'actions ou encore les documents préparatoires à l'Assemblée générale ⁽³⁾.

Enfin, afin d'assurer l'égalité de traitement entre les actionnaires, la majorité des sociétés, notamment celles qui ont un actionariat international, publient une **traduction en anglais** de l'URD. **La traduction doit être mise en ligne de façon concomitante** avec la version originale de l'URD.

Sous réserve qu'il ait été régulièrement amendé, l'URD est **valable douze mois** pour être incorporé dans un prospectus. Dans le cadre du prospectus, il peut bénéficier du passeport européen en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations sur le marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne autre que la France.

Sur la possibilité de déposer l'URD au greffe du tribunal de commerce (ou le cas échéant au greffe du tribunal des activités économiques), voir page 111, 3.6.4.4 « Dépôt au greffe du Tribunal de commerce ».

L'ESMA indique que, lorsqu'un émetteur n'a pas l'obligation de fournir son URD en anglais mais fournit une traduction sur une base volontaire, alors les traductions de l'URD peuvent être fournies sous un format autre qu'ESEF (par exemple PDF). Dans ce cas, l'ESMA recommande que le document en langue étrangère soit clairement libellée comme une version non-officielle ou comme une traduction (ESMA, *ESEF Reporting Manuel*, 5 août 2022 § 1.1.2.b.).

l'international, de plus en plus d'émetteurs français publient un rapport intégré, traduisant une approche volontaire et non obligatoire de communiquer au plus près des parties prenantes en s'appuyant largement sur les indicateurs publiés dans le cadre de l'information réglementée.

L'*International Integrated Reporting Council* ou IIRC (devenu la *Value Reporting Foundation* à la suite de la fusion de l'IIRC et du SASB en juin 2021) a publié en 2013 un cadre de référence international portant sur le *reporting* intégré, dans lequel il énonce sept principes directeurs du *reporting* intégré. Une révision du référentiel *International <IR> Framework* a été publiée le 19 janvier 2021 et est entrée en vigueur pour les exercices ouverts le 1^{er} janvier 2022.

(1) Instructions AMF 2007-03 et 2019-21 mise à jour le 11 février 2025.

(2) Article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

(3) Guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion.

Au 31 octobre 2023, 56 sociétés du SBF 120 ont publié un rapport intégré, dont 1 pour la première fois. Le rapport intégré a été adopté par tous les secteurs d'activité ⁽¹⁾. Les pratiques se sont stabilisées depuis.

Comme exprimé dans sa recommandation n° 2016-13 sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale, **l'AMF est favorable à ce que le rapport intégré soit inclus dans l'URD**, « *même si les premières versions de ce reporting en construction ont le plus souvent été conçues, pour des raisons pratiques (phase d'apprentissage, sélection progressive des indicateurs, temps de remontée des données, etc.), comme des documents distincts* ». Elle indique notamment que « *l'inclusion de telles présentations dans les documents de référence est utile pour les investisseurs, dès lors que le reporting intégré conserve un objectif de concision de l'information présentée. Les*

investisseurs pourraient ainsi disposer d'un résumé de la stratégie et des indicateurs de performance de l'entreprise qui constituerait une bonne introduction au document de référence (« URD ») ».

En pratique, le rapport intégré peut être placé en introduction de l'URD.

Le MEDEF s'est également prononcé en faveur du reporting intégré afin d'améliorer la qualité des informations mises à la disposition des investisseurs et des autres parties prenantes, à condition qu'il s'agisse d'une démarche volontaire et optionnelle répondant à une logique de synthèse des informations pertinentes. L'objectif n'étant pas simplement de collecter des données, mais de donner une vision globale et intelligible du modèle d'affaires, de la stratégie, de l'organisation et de la gouvernance de l'entreprise, avec un nombre restreint mais choisi d'indicateurs pertinents ⁽²⁾.

3.5.13 HONORAIRES DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

Les émetteurs doivent fournir **une information sur les honoraires des commissaires aux comptes dans l'annexe de leurs comptes consolidés** établis en IFRS ou en normes françaises, ou, à défaut de comptes consolidés, dans l'annexe des comptes sociaux, conformément aux Règlements ANC n° 2016-07, 2016-09

et 2016-10. Les émetteurs doivent mentionner, pour chaque commissaire aux comptes, le montant total des honoraires figurant au compte de résultat de l'exercice, en séparant les honoraires afférents à la certification des comptes des autres services.

3.6 ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

3.6.1 OBJET

L'Assemblée générale est une réunion privée qui rassemble au moins une fois par an l'ensemble des actionnaires de la société.

- **L'Assemblée générale annuelle d'approbation des comptes doit avoir lieu dans les six mois qui suivent la clôture de l'exercice social** : elle est l'occasion pour les instances dirigeantes de rendre compte de leur gestion. Les actionnaires statuent sur les comptes, la fixation du dividende, la rémunération des dirigeants et, périodiquement, les nominations ou renouvellements des instances dirigeantes (décisions dites « ordinaires »). L'assemblée générale annuelle peut également porter sur des décisions « extraordinaires », *i.e.* notamment celles entraînant une modification des statuts ou pour solliciter l'autorisation d'augmenter le capital social par le biais d'émission de titres.
- **Une Assemblée générale *ad hoc* peut être convoquée à tout moment** statuant le cas échéant à titre « ordinaire » et/ou « extraordinaire ».

- **Une Assemblée générale mixte (AGM)** combine des décisions ordinaires et extraordinaires à une même date (qu'il s'agisse de l'assemblée générale annuelle ou d'une assemblée générale *ad hoc*).

Pour délibérer valablement, l'Assemblée doit comporter des actionnaires présents ou représentés représentant un certain nombre d'actions et de droits de vote (quorum). Le **quorum** requis sur première convocation de l'Assemblée générale ordinaire est de 20 % des actions ayant le droit de vote ; sur deuxième convocation, aucun *quorum* n'est requis ⁽³⁾. Le quorum requis sur première convocation de l'Assemblée générale extraordinaire est de 25 % des actions ayant le droit de vote et de 20 % sur seconde convocation ⁽⁴⁾. Dans les sociétés n'ayant pas fait d'offre au public, et dont aucun titre n'est admis aux négociations sur un marché réglementé, les statuts peuvent prévoir un quorum plus élevé.

(1) PwC – rapport intégré : Les pratiques des sociétés cotées en 2023.

(2) MEDEF, Commission RSE « Retours d'expérience sur le reporting intégré », novembre 2017.

(3) Article L. 225-98 du Code de commerce.

(4) Article L. 225-96 du Code de commerce.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

Par ailleurs, les conditions de majorité requises pour adopter une résolution varient selon qu'il s'agit d'une décision relevant de la compétence de l'AGO ou de l'AGE. Les décisions relevant de la compétence de l'AGO sont prises à la majorité simple des actions présentes ou représentées (*i.e.* 50 % plus une voix). Les décisions relevant de la compétence de l'AGE sont prises à la majorité des 2/3 des actions présentes ou représentées.

La finalité de l'Assemblée générale annuelle a évolué avec le temps : l'exercice purement juridique est aussi devenu une **occasion de rencontrer le management, un lieu d'expression des actionnaires institutionnels et privés et de dialogue actionnarial** où se rejoignent communication financière et communication institutionnelle. Elle est également l'occasion de présenter sa stratégie climatique ⁽¹⁾.

3.6.2 PRÉPARATION EN AMONT DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

3.6.2.1 Proxy advisors et proxy solicitors

Les *proxy advisors* sont des prestataires de services offrant aux investisseurs institutionnels des analyses des résolutions proposées aux Assemblées générales et des recommandations de vote à ces mêmes résolutions.

À côté de cette fonction d'analyse et de recommandation, le *proxy advisor* propose généralement des prestations logistiques en fournissant, *via* une interface électronique, les informations relatives aux Assemblées générales et en permettant de voter sur une plateforme électronique.

L'*Investor Relations*, en étroite collaboration avec la Direction juridique ou le Secrétariat général, va s'attacher à **connaître la politique de vote des actionnaires ou des proxy advisors** et leur évolution récente. En effet, la connaissance des politiques de vote peut influencer sur la proposition de certaines résolutions.

Dans certains cas, l'*Investor Relations* organise des rencontres ou des conférences téléphoniques avec les responsables décidant, au sein des institutions, du vote des résolutions présentées par les sociétés dont ils sont actionnaires. Cette même démarche peut être faite auprès des prescripteurs, c'est-à-dire des agences de vote (*proxy advisors*) dont le rôle est de conseiller les investisseurs sur le vote des résolutions ⁽³⁾.

En marge de la préparation pratique de l'Assemblée générale, les *Investor Relations* sont de plus en plus impliqués dans la **communication sur la gouvernance de l'entreprise**, notamment par le biais d'entretiens ponctuels avec les agences de *proxy advisors* ainsi que par la réalisation de *roadshows* dédiés auprès d'analystes et d'investisseurs spécialisés.

Dans son rapport 2024 sur le gouvernement d'entreprise, l'AMF souligne que **peu de sociétés informent sur les actions prises par le Conseil en réponse à des contestations significatives des actionnaires** lors des votes en assemblée générale, notamment sur la rémunération des dirigeants. Elle recommande une meilleure transparence sur ce sujet. ⁽²⁾

La Directive européenne sur les droits des actionnaires, adoptée au printemps 2017 ⁽⁴⁾, a imposé une plus grande transparence aux agences de conseil en vote. Il leur est ainsi demandé de publier la méthodologie et les sources d'information qu'elles utilisent pour élaborer leurs recommandations de vote ainsi que leur politique de prévention et de gestion des conflits d'intérêts réels ou potentiels. La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises (Pacte) a transposé ces exigences. Depuis la loi Pacte, les conseillers en vote sont soumis aux obligations suivantes :

- obligation de **rendre public le Code de conduite** auquel ils se réfèrent et de rendre compte de son application, selon le principe du *comply or explain* ;
- obligation de rendre publiques au moins chaque année les informations concernant la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote afin d'informer leurs clients sur la **teneur exacte et la fiabilité de leurs activités** ;
- obligation de veiller à prévenir, gérer et faire connaître sans délai à leurs clients tout **conflit d'intérêts** ou toute relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs recherches, conseils ou recommandations de vote, et de rendre publiques et faire connaître à leurs clients les mesures prises pour prévenir et gérer de tels conflits ou relations ⁽⁵⁾.

(1) Article L. 225-98 du Code de commerce.

(2) v. Code AFEP-MEDEF, §5.4.

(3) L'article L. 544-3 du Code monétaire et financier, tel qu'issu de la loi Pacte, donne une définition du service de conseil en vote.

(4) Directive (UE) 2017/828 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, dite « Droits des actionnaires 2 ».

(5) Article L. 544-4 du Code monétaire et financier.

Certaines de ces obligations recourent des recommandations de l'AMF formulées dans sa recommandation n° 2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote.

Toute personne intéressée peut demander au président du tribunal statuant en référé d'enjoindre, le cas échéant sous astreinte, au conseiller en vote de rendre publiques ces informations ⁽¹⁾.

Ces rencontres permettent de présenter les raisons pour lesquelles l'émetteur soumet les résolutions au vote des actionnaires, de sorte que ceux-ci se prononcent en toute connaissance de cause, en ligne avec les recommandations de l'AMF concernant la mise en place d'un **dialogue permanent en amont et en aval des projets de résolution**.

L'organisation de l'Assemblée générale requiert parfois de recourir à des **sociétés de sollicitation de votes** (*proxy solicitors*). Ces cabinets entrent en contact avec les actionnaires de la société afin de s'assurer de leur participation au vote et de garantir l'atteinte du *quorum*.

3.6.2.2 Dialogue actionnarial

Les **roadshows dits « gouvernance »**, qui se tiennent majoritairement en amont de l'Assemblée générale visent à initier/entretenir le dialogue chez les actionnaires institutionnels, avec des interlocuteurs qui ne sont souvent pas les mêmes que ceux rencontrés lors des *roadshows* classiques (voir page 139, 4.2.4 « *Roadshows* »). Menés par l'*Investor Relations*, souvent **en binôme avec le directeur juridique ou le Secrétaire général**, ces *roadshows* visent les investisseurs **actifs**, mais aussi **passifs**. Au-delà des sujets de **gouvernance**, de **rémunérations** et des **résolutions** sur lesquelles les actionnaires sont appelés à se prononcer, ces rencontres permettent d'**aborder tous les sujets stratégiques**. En amont, il convient d'étudier les **politiques de vote** des différents investisseurs rencontrés. L'AMF recommande par ailleurs que les **supports de présentation** établis à l'occasion des **roadshows gouvernance** soient mis en ligne sur le site Internet de la société ⁽²⁾.

Dans son Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée ⁽³⁾, l'AMF recommande aux émetteurs d'instaurer un **dialogue entre le Conseil et les actionnaires**, qui peut se faire le cas échéant par le truchement d'un **administrateur référent**, sur les principaux

sujets d'attention des actionnaires. Paris Europlace a publié en juin 2024 un « Guide du dialogue actionnarial » ⁽⁴⁾, qui expose des principes pour un dialogue actionnarial constructif, puis présente des exemples de bonnes pratiques, en excluant toutefois le dialogue intervenant lors des assemblées générales, encadré juridiquement.

L'AMF évoque notamment les questions relatives à **la stratégie et la performance en matière sociale, environnementale et de gouvernance** (ESG). Un dialogue préalable à l'Assemblée, est assurément opportun en cas de dépôt, par des actionnaires, d'une résolution climatique. Par ailleurs, elle appelle les émetteurs à poursuivre, voire renforcer leur dialogue actionnarial sur leur **stratégie climatique**, dans le cadre de leur Assemblée générale, et à la présenter sous la forme d'un point à l'ordre du jour avec débat ⁽⁵⁾.

Le Code AFEP-MEDEF prévoit d'ailleurs une présentation à l'Assemblée générale de la stratégie climatique des émetteurs, ainsi que des principales actions engagées, au moins tous les trois ans ou en cas de modification significative de la stratégie ⁽⁶⁾.

Dans ce sens, l'AMF ajoute « *les sociétés veilleront à présenter leur stratégie, qui devra être assortie de cibles précises, de manière argumentée et détaillée. Un suivi en Assemblée générale dans les mêmes conditions devrait être mis en place à intervalles réguliers* » ⁽⁷⁾.

3.6.2.3 Documents pré-Assemblée générale

Les actionnaires de l'émetteur sont informés de la tenue d'une Assemblée générale de l'émetteur par la **publication au BALO d'un avis de réunion dans un délai de trente-cinq jours au moins avant la réunion de l'Assemblée** (ce délai étant réduit à quinze jours lorsque l'Assemblée est convoquée en période d'offre publique afin de tenir compte des contraintes de calendrier liées à la procédure d'offre) ⁽⁸⁾.

L'avis de réunion indique en particulier **l'ordre du jour de l'Assemblée et présente le texte des projets de résolutions** qui lui seront soumis ainsi que l'adresse du site Internet de la société contenant les informations relatives à l'Assemblée générale et celle du site dédié au vote électronique le cas échéant. L'avis de réunion peut également tenir lieu d'avis de convocation, si aucun projet de résolution n'a été ajouté et s'il contenait toutes les mentions requises dans un avis de convocation ⁽⁹⁾.

(1) Article L. 544-5 du Code monétaire et financier.

(2) AMF, Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants.

(3) Position-recommandation AMF n° DOC-2016-08 (mise à jour le 29 avril 2021).

(4) Paris Europlace, Guide du dialogue actionnarial, juin 2024

(5) AMF, Communiqué du 8 mars 2023, Dialogue actionnarial sur les questions environnementales et climatiques.

(6) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 5.4.

(7) AMF, Communiqué du 8 mars 2023, Dialogue actionnarial sur les questions environnementales et climatiques.

(8) Articles R. 22-10-22 et R. 225-73 du Code de commerce.

(9) Article R. 225-67 du Code de commerce.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

L'émetteur publie aussi **sur son site Internet les exposés des motifs sur les projets de résolutions** en même temps que l'avis de réunion ⁽¹⁾.

Conformément aux exigences du Code de commerce ⁽²⁾ et à la doctrine de l'AMF ⁽³⁾, les sociétés cotées sont tenues de mettre à disposition, sur leur site Internet, l'ensemble des documents préparatoires à l'assemblée générale au plus tard 21 jours avant sa tenue.

Les SA dont les actions sont cotées sur Euronext Paris doivent désormais informer les intermédiaires financiers de la tenue prévue d'une Assemblée générale au plus tard le jour de l'annonce de cette Assemblée ⁽⁴⁾. Cette information devrait être transmise, à notre avis, le jour de la publication de l'avis de réunion au BALO (ou sur leur site Internet, si cette publication est antérieure à celle du BALO). Les intermédiaires financiers recevant cette information sont tenus de la transmettre à l'intermédiaire suivant de la chaîne. Le dernier intermédiaire, le plus proche de l'actionnaire, doit alors la transmettre à ce dernier ⁽⁵⁾.

Au plus tard quinze jours avant la tenue de l'Assemblée générale sur première convocation (ou six jours s'agissant d'une Assemblée générale convoquée en période d'offre publique) et au plus tard six jours sur seconde convocation (ou quatre jours en période d'offre), un **avis de convocation** doit être publié par l'émetteur dans un journal habilité à recevoir des annonces légales pour le département du siège social de l'émetteur ainsi qu'au BALO. Au plus tard au jour de la publication de l'avis de convocation, les actionnaires titulaires de titres inscrits au nominatif doivent, eux, être convoqués par courrier postal ⁽⁶⁾ ou par un envoi électronique à la condition que les actionnaires concernés en aient donné l'accord ⁽⁷⁾.

Afin de favoriser la participation des actionnaires aux Assemblées générales, simultanément à l'insertion au BALO et à la publication dans un journal d'annonces légales, l'AMF recommandait, en plus de la publication sur le site Internet de l'avis de convocation, de faire connaître par un **communiqué publié dans la presse** de diffusion nationale la date, le lieu et l'heure de la réunion de l'Assemblée. L'AMF recommandait, en outre, aux émetteurs d'y faire figurer les conditions dans lesquelles les actionnaires peuvent se procurer les documents préparatoires à la tenue de l'Assemblée. Bien que cette recommandation ne figure plus expressément dans le guide relatif au dépôt de l'information réglementée, l'AMF recommande aux émetteurs, plus généralement, « *en complément de leur communication financière par voie*

électronique, de procéder également à une communication financière par voie de presse écrite selon le rythme et les modalités de présentation qu'ils estiment adaptés au type de titres financiers émis, à leur actionnariat et à sa taille ». Nous constatons en ce sens que les émetteurs ont maintenu cette pratique.

L'AMF préconise de **mettre en ligne sur le site Internet de la société un formulaire-type de demande d'envoi des documents préparatoires à la tenue de l'Assemblée**. (Un exemple de communiqué de presse figure en annexe 6 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour en décembre 2021.)

L'AMF recommande aux émetteurs ainsi qu'aux teneurs de comptes-conservateurs de faire de leur mieux pour informer par *email* les actionnaires de la disponibilité de la documentation ⁽⁸⁾.

Afin de rendre les résolutions plus intelligibles, il est également recommandé aux émetteurs de 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**. Il est enfin recommandé aux émetteurs ainsi qu'aux actionnaires qui inscrivent des projets de résolutions à l'ordre du jour de rédiger un exposé des motifs qui doit ensuite être mis en ligne sur le site Internet de l'émetteur ⁽⁹⁾.

Afin de remplir leurs obligations de transparence dans un document consolidé, les émetteurs publient traditionnellement une « **brochure de convocation** » qui comporte les modalités de participation à l'Assemblée, un exposé résumé de la situation de la société et de ses comptes annuels ainsi qu'un formulaire de vote à distance et les **projets de résolutions**. Par souci pédagogique, il est recommandé d'en **rédiger des résumés**, présentant les motifs et les enjeux, que l'AMF recommande de mettre en ligne en même temps que l'avis de réunion ⁽¹⁰⁾.

L'AMF ajoute que les sociétés veilleront à présenter leur stratégie, qui devra être assortie de cibles précises, de manière argumentée et détaillée. Un suivi en Assemblée générale dans les mêmes conditions devrait être mis en place à intervalles réguliers ⁽¹¹⁾.

Les sociétés qui entendent recourir à la **communication électronique** en lieu et place d'un envoi postal peuvent le faire, sous réserve de l'accord de leurs actionnaires nominatifs.

(1) Recommandation AMF n° 2012-05 du 2 juillet 2012, modifiée le 29 avril 2021, proposition n° 1.5(B).

(2) Article R. 22-10-23 du Code de commerce.

(3) AMF, Communiqué, Participer à l'assemblée générale d'une société cotée, 7 avril 2022.

(4) Articles L. 228-29-7-1 et R. 228-32-1 du Code de commerce et sur renvoi du Règlement UE n°2018/1212 du 3 septembre 2018 art. 4 et 9.1

(5) Articles L. 228-29-2 et R. 228-32-1 du Code de commerce et sur renvoi Règl. UE 2018/1212 art. 9.2 et 9.3.

(6) Article R. 225-68 du code de commerce.

(7) Articles R. 225-63 et R. 225-68 du code de commerce.

(8) Recommandation AMF – Les Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, DOC-2012-05, modifiée le 29 avril 2021.

(9) Recommandation AMF – Les Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, DOC-2012-05, modifiée le 29 avril 2021.

(10) Recommandation AMF n° 2012-05 du 2 juillet 2012, modifiée le 29 avril 2021, proposition n° 1.5(A).

(11) AMF, Communiqué du 8 mars 2023, Dialogue actionnarial sur les questions environnementales et climatiques.

En vue de faciliter la participation des actionnaires non-résidents, il est conseillé de prévoir une **version en anglais** de tous les documents édités à l'occasion de l'Assemblée générale.

Quelques jours avant l'Assemblée générale (jusqu'à une quinzaine de jours), sur la base des formulaires reçus par la banque centralisatrice, l'état des projections de vote et des demandes de carte d'admission à l'Assemblée est tenu à jour et mis à disposition des sociétés.

3.6.2.4 Vote par Internet

Par ailleurs, le Code de commerce encadre précisément les modalités de vote électronique par correspondance et par procuration ⁽¹⁾.

À l'initiative de l'AFTI (Association Française des Professionnels des Titres) et avec le concours des banques, une plateforme de vote électronique (**Votaccess**), commune à tous les établissements

teneurs de compte et aux émetteurs de la Place financière de Paris, a été déployée à partir de la saison des Assemblées générales 2012. Elle permet de **mettre en relation les actionnaires et les sociétés émettrices, via leurs centralisateurs**, en vue de recueillir leurs votes ou leurs mandats dans les quinze jours qui précèdent l'Assemblée générale et jusqu'à la veille de celle-ci. Ouverte à tous les intermédiaires financiers qui en acceptent les conditions, cette plateforme est **également accessible aux investisseurs institutionnels** depuis 2014.

Faisant suite à la crise sanitaire, l'AMF avait appelé à ce que les acteurs de la Place se mobilisent pour développer, à court terme, des Assemblées générales « hybrides » permettant de voter en direct à la fois sur place et à distance. Le Haut Comité Juridique de la Place de Paris s'était aussi prononcé dans ce sens, dans un rapport formulant des recommandations en la matière, notamment en s'appuyant sur des exemples observés à l'étranger ⁽²⁾.

3.6.3 TENUE DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

3.6.3.1 Organisation

La tenue de l'Assemblée générale nécessite une **coordination** entre Direction juridique, Communication financière et Secrétariat général. Elle comprend, en général, une présentation des résultats de l'exercice ainsi que de la stratégie qui se substitue à la lecture du rapport de gestion. Par ailleurs, le président du Conseil d'administration ou de surveillance peut rendre compte, à cette occasion, des travaux du Conseil et de ceux des Comités spécialisés. Sont également développés les critères de détermination des composantes de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux ainsi que la politique de rémunération (voir page 65, 3.3.7.7 « Rémunérations et avantages en nature »).

Les **commissaires aux comptes** sont appelés à exposer leur rapport de certification sur les comptes annuels et, le cas échéant, sur les comptes consolidés ⁽³⁾ ainsi que leur rapport spécial sur les conventions réglementées. Les commissaires aux comptes sont nommés pour six exercices par l'Assemblée générale ordinaire. Les commissaires aux comptes ont un devoir d'information de l'AMF, notamment lorsqu'ils ont l'intention de refuser la certification des comptes, déclenchent la phase 2 de la procédure d'alerte, et lorsqu'ils signalent des irrégularités et inexactitudes à l'Assemblée générale. À noter que la profession est supervisée par le Haute Autorité de l'Audit (H2A). En conséquence de la transposition de la directive CSRD, les sociétés assujetties devront faire vérifier leur *reporting* de durabilité par un commissaire aux comptes ou un organisme tiers indépendant.

Cette présentation est suivie d'une **session de questions/réponses** au cours de laquelle un échange intervient entre le management et les actionnaires, qu'ils soient individuels ou institutionnels (voir page 105, 3.6.3.2 « Questions écrites et orales des actionnaires »).

Le plus souvent, le vote des résolutions se fait de manière **électronique**. L'émergence se numérise également avec l'usage de tablettes.

Depuis l'adoption de la loi « Attractivité financière », l'article L. 22-10-38-1 du code de commerce instaure une obligation, pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, d'assurer la **retransmission audiovisuelle de l'Assemblée générale, en direct et en différé** (au plus tard sept jours ouvrés après la date de l'assemblée et pendant au moins deux ans à compter de sa mise en ligne ⁽⁴⁾). Si l'Assemblée générale n'est pas retransmise intégralement, il est de bonne pratique de préciser quelles parties ne sont pas retransmises. Toutefois, les assemblées entièrement dématérialisées ne sont toujours pas permises dans les sociétés cotées.

3.6.3.2 Questions écrites et orales des actionnaires

L'AMF propose aux émetteurs de répondre à l'ensemble des questions orales des actionnaires, sauf en cas de questions redondantes ou d'abus caractérisés, et de choisir de manière impartiale les actionnaires demandant la parole ⁽⁵⁾.

(1) Articles R. 225-61 et suivants du Code de commerce.

(2) HCJP, Adapter la gouvernance des sociétés en valorisant l'expérience de la crise sanitaire, 2022.

(3) Article L. 823-9 du Code de commerce.

(4) Décret d'application n° 2024-904 du 8 octobre 2024, art 5.

(5) Recommandation AMF – Les Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, DOC-2012-05, modifiée le 29 avril 2021, proposition n° 2-12.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

En application du principe d'égalité d'information, la communication des réponses aux questions écrites et orales posées par les actionnaires est nécessaire **lorsque l'émetteur estime que ces réponses constituent une information privilégiée** au sens de la réglementation boursière ⁽¹⁾.

L'AMF encourage les sociétés à publier l'ensemble des réponses aux questions écrites reçues dans le cadre de l'Assemblée générale, y compris celles auxquelles il a été répondu en séance, au titre de la bonne information des actionnaires et dans un souci de favoriser le dialogue actionnarial ⁽²⁾. Si l'émetteur estime qu'une communication au marché est nécessaire en application du principe d'égalité, le communiqué de presse de l'émetteur devra être publié immédiatement à l'issue de l'Assemblée générale s'agissant des questions orales.

3.6.3.3 Transparence du vote

Dans sa recommandation sur les Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, mise à jour le 29 avril 2021, l'AMF ⁽³⁾ formule des propositions, voire des recommandations, ciblées sur la transparence du vote en Assemblée. Ainsi, l'AMF :

- rappelle aux émetteurs qu'ils doivent **prendre en compte tout vote exprimé** via un document ou formulaire de vote répondant aux exigences légales et réglementaires et leur recommande le recours au formulaire de vote standardisé conçu par l'ANSA et le CFONB (sans préjudice de leur droit de recommander l'utilisation du formulaire de vote de leur choix) ;
- préconise de remettre, aux mandataires qui en font la demande lors de l'Assemblée, un **nombre raisonnable de boîtiers de vote** ;
- préconise que, lorsque des actionnaires détiennent des titres au porteur, la convocation à l'Assemblée indique clairement qu'une **carte d'admission** leur suffit pour participer physiquement à l'Assemblée, et qu'il n'est utile de demander une attestation de participation que dans les cas exceptionnels où ils auraient perdu ou n'auraient pas reçu à temps cette carte ; et
- préconise, enfin, lorsque des actionnaires ou émetteur ont recours aux services d'un **huissier de justice** dans le cadre de l'Assemblée, d'exiger de celui-ci qu'il précise, dans son rapport, l'étendue et les limites de sa mission.

L'AMF a également formulé des propositions de modifications législatives ou réglementaires visant notamment à :

- prévoir que tout **vote par procuration ou par correspondance** fasse l'objet d'un **horodatage** et

donne lieu à une **confirmation électronique** de réception ;

- consacrer le droit, pour tout actionnaire et pour tout type de vote, d'**obtenir une confirmation que son vote a bien été enregistré** et pris en compte par l'émetteur, ou la raison pour laquelle il ne l'a pas été, à l'issue de l'Assemblée, sur une demande formulée dans un délai de trois mois à compter du vote. Notons que cette proposition figure désormais dans la réglementation suite à la finalisation de la transposition de la Directive UE 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la Directive CE 2007/36 du 11 juillet 2007, dite « Droits des actionnaires 2 ». Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, une confirmation de réception du vote doit désormais être transmise à tout actionnaire ayant voté à distance par des moyens électroniques de télécommunication ou à son mandataire ⁽⁴⁾. Cette confirmation doit être délivrée par voie électronique immédiatement après l'émission du vote, sans qu'une demande de l'actionnaire soit nécessaire ⁽⁵⁾. Par ailleurs, tout actionnaire pourra demander confirmation que son vote a bien été enregistré et pris en compte dans les trois mois à compter de la date du vote, à moins que cette information ne soit déjà à sa disposition ⁽⁶⁾. La société devra confirmer l'enregistrement et la prise en compte du vote au plus tard 15 jours après la demande ⁽⁷⁾;
- rendre public, lors de l'annonce des résultats du vote, le **nombre total de droits de vote rejetés** dont l'émetteur a connaissance au jour de son Assemblée ;
- élaborer un **Guide méthodologique de traitement des votes en Assemblée** pour les établissements centralisateurs, teneurs de comptes-conservateurs et émetteurs assurant tout ou partie de ce traitement. Ce guide a été publié par l'AFTI le 30 janvier 2020.

Certaines sociétés mentionnent dans leur avis de réunion publié au BALO que les actionnaires peuvent obtenir des informations concernant la prise en compte de leur vote par la société.

3.6.3.4 Vote sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux

3.6.3.4.1 Dispositif du *say on pay*

La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises dite « Pacte » a habilité le Gouvernement à légiférer par voie d'ordonnance afin de transposer la Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 et de créer un « dispositif unifié et contraignant » encadrant la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

(1) Règlement Abus de marché, art. 17(1).

(2) AMF, Rapport 2024 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 38.

(3) Recommandation AMF – Les Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, DOC-2012-05, modifiée le 29 avril 2021.

(4) Article L. 22-10-43 al. 2 du Code de commerce.

(5) Article R. 228-31-1 II et, sur renvoi, Règlement UE 2018/1212.

(6) Articles L. 22-10-43-1 al. 3 et R. 228-32-1 du Code de commerce.

(7) Article R. 228-32-1 du code de commerce.

Ainsi, une ordonnance du 27 novembre 2019 et un décret du même jour ont substantiellement modifié le dispositif de contrôle des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées qui avait été introduit par la loi dite « Sapin 2 » du 9 décembre 2016 ⁽¹⁾.

Le dispositif du *say on pay* repose sur un vote *ex ante*, sur la politique de rémunération, et un vote *ex post*, sur les rémunérations versées ou attribuées au titre de l'exercice écoulé.

Sont concernées par les nouvelles règles toutes les sociétés dont les actions (et non plus les titres) sont cotées sur un marché réglementé, y compris les sociétés en commandite par actions, qui auparavant n'étaient pas visées.

Sont soumis au dispositif **tous les mandataires sociaux**, y compris les membres du Conseil d'administration et du Conseil de surveillance, sous réserve de règles particulières concernant le vote *ex post* (cf. paragraphe sur le vote *ex post* ci-dessous). Pour les sociétés en commandite par actions, sont visés le(s) gérant(s) et les membres du Conseil de surveillance. Les directeurs généraux adjoints non membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance mentionnés à l'article 2, (i), (ii) de la Directive ne sont pas visés expressément par l'ordonnance.

Le nouveau régime du *say on pay* concerne **tout type de rémunération**, y compris les éléments de rémunération qui étaient soumis au régime des conventions réglementées en vertu des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce, désormais abrogés (indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, retraites dites « chapeaux », indemnités prévues en contrepartie d'une clause de non-concurrence).

Vote *ex ante*

Les organes compétents des sociétés dont les actions sont cotées sur un marché réglementé doivent établir une politique de rémunération des mandataires sociaux ⁽²⁾. Cette politique doit être présentée de manière claire et compréhensible au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Le contenu de la politique de rémunération est expressément défini par les textes ⁽³⁾.

Concernant l'ensemble des mandataires sociaux, il est désormais exigé que la politique de rémunération soit « conforme à l'intérêt social de la société, contribue à sa pérennité et s'inscrit dans sa stratégie commerciale » et explique « le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre », ce qui inclut les informations de l'article R. 22-10-40.

En effet, il est possible de déroger de manière temporaire à l'application de la politique de rémunération (i) en cas de circonstances exceptionnelles, sous réserve que cette dérogation soit (ii) conforme à l'intérêt social et (iii) nécessaire pour garantir la pérennité ou la viabilité de la société. Une pratique consistant à prévoir une faculté discrétionnaire de modification (qui se distingue de la dérogation légale mentionnée ci-avant) a également été mise en œuvre par les émetteurs.

Concernant chaque mandataire social, la politique de rémunération doit décrire :

- « toutes les composantes de la rémunération fixe et variable » ainsi que leur importance respective ;
- lorsque la société attribue une rémunération en actions, « les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions applicables après l'acquisition et la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs de la politique de rémunération » ;
- « les périodes de report éventuelles et, le cas échéant, la possibilité pour la société de demander la restitution d'une rémunération variable » (système de *claw back*) ;
- en ce qui concerne plus précisément les rémunérations variables, la politique de rémunération devra établir « les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et non financière, y compris, le cas échéant, relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération » ;
- « la durée du ou des mandats et, le cas échéant, des contrats de travail ou de prestations de services passés avec la société, les périodes de préavis et les conditions de révocation ou de résiliation qui leur sont applicables » ;
- les caractéristiques principales et les conditions de résiliation des engagements pris par la société elle-même ou par toute société contrôlée ou qui la contrôle et correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou d'un changement de fonctions, ou postérieurement à celles-ci, ou des droits conditionnels octroyés au titre d'engagements de retraite à prestations définies répondant aux caractéristiques des régimes mentionnés aux articles L. 137-11 et L. 137-11-2 du Code de la Sécurité sociale (engagements de « retraite chapeau ») ;
- « lorsque la société attribue des engagements et droits conditionnels, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et, le cas échéant, non financière, y compris relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération ».

(1) Ordonnance n° 2019-1234 du 27 novembre 2019 relative à la rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées ; décret d'application n° 2019-1235 du 27 novembre 2019.

(2) Articles L. 22-10-8, L. 22-10-26 et L. 22-10-76 du Code de commerce.

(3) Articles L. 22-10-8 et R. 22-10-14 (SA à Conseil d'administration) ; L. 22-10-26, R. 22-10-18 (SA à Conseil de surveillance) et L. 22-10-76 et R. 22-10-40 (SCA) du Code de commerce.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

En ce qui concerne les indemnités en contrepartie d'une clause de non-concurrence, si l'intéressé fait valoir ses droits à la retraite leur versement est exclu, conformément à ce qui est recommandé par le Code AFEP-MEDEF (1).

Le Code AFEP-MEDEF, dans sa version révisée en décembre 2022, recommande que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux intègre **plusieurs critères liés à la responsabilité sociale et environnementale**, dont au moins un critère en lien avec les **objectifs climatiques** de l'entreprise. Ces critères, définis de manière précise, doivent refléter les enjeux sociaux et environnementaux les plus importants pour l'entreprise. Les critères quantifiables doivent être privilégiés. Ces recommandations sont applicables pour les exercices ouverts au 1^{er} janvier 2023 (2).

De nouvelles règles de publicité ont été introduites.

La politique de rémunération soumise à l'Assemblée générale des actionnaires ainsi que la date et le résultat du dernier vote de l'Assemblée générale sont rendus publics sur le site Internet de la société le jour ouvré suivant celui du vote et restent à la disposition du public au moins pendant la période où elle s'applique.

La politique de rémunération est soumise à l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires tous les ans et lors de chaque modification importante.

En cas de vote négatif, le Conseil d'administration devra soumettre un projet de résolution présentant une politique de rémunération révisée à l'approbation de l'Assemblée générale ordinaire suivante en indiquant de quelle manière ont été pris en compte le vote des actionnaires et, le cas échéant, les avis exprimés lors de l'Assemblée générale.

Pendant cet intervalle de temps, la politique de rémunération précédemment approuvée continue à s'appliquer ou, en l'absence de politique approuvée par les actionnaires, la rémunération est déterminée conformément à la rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent ou, en l'absence de rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent, conformément aux pratiques existantes au sein de la société.

L'AMF recommande, en outre, que le rapport sur le gouvernement d'entreprise ainsi que l'URD intègrent notamment, en sus de la politique de rémunération, une vision globale de sa mise en œuvre sur plusieurs années (3).

Le caractère contraignant du vote *ex ante* a été renforcé par l'ordonnance du 27 novembre 2019. Désormais, à peine de nullité, aucun élément de rémunération ne peut être déterminé, attribué ou versé par la société, ni aucun engagement ne peut être pris par la société s'il n'est pas conforme à la politique de rémunération approuvée par les actionnaires.

Vote ex post

Depuis l'ordonnance du 27 novembre 2019, le vote *ex post* s'articule en deux volets : une résolution « générale » et des résolutions individuelles pour chaque dirigeant mandataire social.

■ **Le vote sur l'ensemble des rémunérations versées ou attribuées aux mandataires sociaux**

En vertu de l'article L. 22-10-34 du Code de commerce, l'Assemblée générale statue sur un projet de résolution portant sur les informations mentionnées au I de l'article L. 22-10-9 du Code de commerce, intégrées au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise (pour plus de détails sur le contenu de l'article L. 22-10-9 du Code de commerce, voir page 65, 3.3.7.1 « Rémunérations des dirigeants et *stock-options* »).

Si le projet de résolution portant sur ces informations est rejeté par les actionnaires, le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance doit soumettre une politique de rémunération révisée à l'approbation de la prochaine Assemblée générale, et les sommes versées aux administrateurs et membres du Conseil de surveillance en rémunération de leur activité (ex-jetons de présence) sont suspendues jusqu'à l'approbation de la politique révisée. **Un deuxième vote négatif concernant la résolution sur la politique de rémunération révisée entraîne une interdiction définitive de verser les rémunérations suspendues** (4).

■ **Le vote sur les rémunérations individuelles des dirigeants mandataires sociaux**

Sont soumis aux votes des actionnaires « *les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature versés au cours de l'exercice écoulé ou attribués au titre du même exercice* » à chaque dirigeant mandataire social (5). Ne sont donc concernés par le deuxième volet du vote *ex post* ni les membres du Conseil d'administration ni les membres du Conseil de surveillance.

En cas de vote *ex post* négatif sur ces résolutions individuelles, les éléments fixes de rémunération restent acquis aux dirigeants, mais les éléments de rémunération variables et exceptionnels ne pourront leur être versés.

L'annexe 4 du Code AFEP-MEDEF, mise à jour en décembre 2022, fournit une présentation standardisée, sous forme de tableau, des rémunérations des mandataires sociaux.

(1) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 25.4.

(2) Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 26.1.1.

(3) Recommandation AMF, DOC-2012-02, modifiée le 23 juillet 2023, article 26.3.3.

(4) L. 22-10-34 al. 3 du Code de commerce.

(5) Articles L. 22-10-34 et L. 22-10-77 du Code de commerce.

Dans une réponse du ministre de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique publiée le 9 mars 2021 à la suite d'une question écrite d'un député, il est précisé que le vote *ex post* s'applique « à l'ensemble des éléments de rémunération variables ou exceptionnels attribués au titre de l'exercice écoulé, quelle qu'en soit la forme ou la nature (en numéraire, en actions, ou toute autre forme ou nature de rémunération variable ou exceptionnelle telle qu'une indemnité de départ ou de non-concurrence). À titre d'illustration, une indemnité de départ ou de non-concurrence ayant fait l'objet d'une décision d'attribution en N est conditionnée au vote *ex post* individuel positif d'une Assemblée générale tenue en N+1, un vote négatif faisant obstacle à son versement au moment du départ du dirigeant mandataire social » ⁽¹⁾. Il est ainsi précisé qu'un **rémunération variable ou exceptionnelle, quelle qu'en soit la forme ou la nature, ne peut être versée à un dirigeant mandataire social exécutif que si un vote *ex post* positif a été obtenu lors de son attribution.** ⁽²⁾.

3.6.3.5 Dividendes

3.6.3.6.1 Versement du dividende

L'Assemblée générale annuelle détermine le montant du dividende ⁽³⁾. Le dividende est généralement versé chaque année et varie en fonction des bénéfices réalisés par l'entreprise. Il peut également faire l'objet d'un ou plusieurs acomptes en cours d'exercice avant le versement du solde définitif.

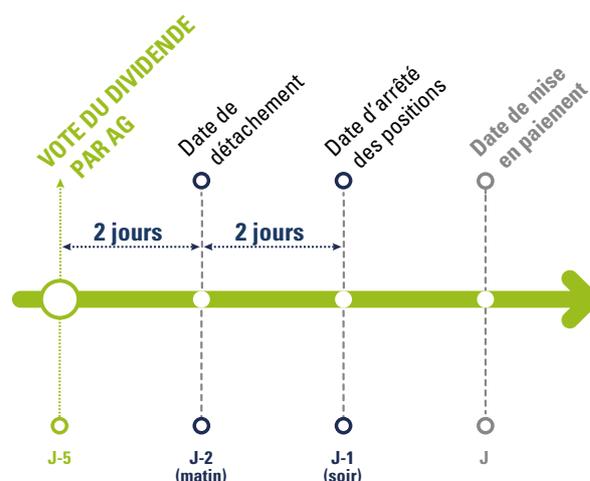
L'émetteur doit également publier un **communiqué de presse** annonçant le montant du dividende prévisionnel (qu'il soit ordinaire ou exceptionnel, dont le vote est proposé à l'Assemblée, ou le montant de l'acompte sur dividende, selon le cas, et la date prévisionnelle de mise en paiement de ce dividende ou de cet acompte sur dividende ainsi que la date de détachement. L'information relative au dividende prévisionnel pourra être intégrée dans le communiqué de l'émetteur sur ses résultats annuels. L'information relative au paiement d'un acompte sur dividende pourra être intégrée dans le communiqué de l'émetteur sur ses résultats semestriels ou trimestriels, selon le cas.

En effet, l'AMF ⁽⁴⁾ a indiqué qu'en raison de leur impact potentiel sur la valorisation des instruments financiers et des dérivés qui leur sont liés, les informations relatives aux dividendes, telles que (i) l'information relative au montant provisoire et final du dividende, à la nature du versement, à la date de détachement du dividende et à la date de paiement du dividende prévisionnel soumis au vote de l'Assemblée générale, et (ii) l'information sur les

changements de politique en matière de dividendes, doivent être considérées comme des informations privilégiées au sens de l'article 7 du Règlement Abus de marché.

Compte tenu des contraintes techniques applicables aux valeurs traitées sur Euronext concernant le délai de paiement du dividende, il convient de souligner que **la date de mise en paiement du dividende devra être fixée au plus tôt le 5^e jour ouvré suivant l'Assemblée ayant voté sa distribution** (selon le schéma ci-après) ⁽⁵⁾ :

3.6.3.6.2 Schéma de positionnement des dates pour la gestion des dividendes



Date de détachement (*Ex-dividend date*) : date à partir de laquelle les négociations sont exécutées coupon détaché, c'est-à-dire que les porteurs des actions ne bénéficieront pas des dividendes.

Date d'arrêt des positions (*Dividend record date*) : date à laquelle Euroclear détermine les ayant droits au paiement du dividende sur la base des soldes des positions à l'issue de sa journée comptable ; en général, la veille de la date de mise en paiement. Le porteur d'action doit avoir acquis les titres au moins deux jours de bourse avant la date d'arrêt des positions pour avoir droit au paiement du dividende. ⁽⁶⁾

Date de mise en paiement (*Dividend payment date*) : date à partir de laquelle les dividendes sont payables. Cette date est décidée par l'émetteur et sert de référence pour situer les autres dates.

(1) Rép. min. n° 33109, JOAN, 9 mars 2021, p. 2052.

(2) Articles L. 225-96 et L. 22-10-31 du Code de commerce, modifiés par la loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés.

(3) Article L. 232-12 du Code de commerce.

(4) Position-recommandation AMF n° 2016-08, mise à jour le 29 avril 2021 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (§ 1.4.3).

(5) Instruction N3-06 - Information d'Euronext Paris sur les dates de dividendes.

(6) AMF, Journal de bord du Médiateur, 3 avril 2018.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

3.6.3.6.3 Modification de la date de paiement du dividende

Lorsque l'émetteur décide de modifier la date de paiement du dividende à ses actionnaires, si bien qu'elle est sensiblement différente de celle retenue lors de l'exercice précédent, une **communication au marché est nécessaire** dès que possible afin de permettre aux acteurs des marchés dérivés, lorsque les actions de l'émetteur constituent le sous-jacent de produits dérivés, d'intégrer la modification de la date de paiement du dividende dans leurs modèles de valorisation ⁽¹⁾.

Une telle situation se présente notamment lorsque le détachement de dividende par action doit intervenir durant une échéance de produit dérivé distincte de celle impactant l'année précédente (exemple : dividende par action versé en juin de l'exercice N, dont le détachement est décalé au mois de mai de l'exercice N+1).

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

3.6.4 COMMUNICATION À L'ISSUE DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

3.6.4.1 Résultat des votes

Les émetteurs doivent, **dans les quinze jours** qui suivent l'Assemblée, publier **sur leur site Internet** un résultat des votes comprenant au moins les indications du nombre d'actionnaires présents ou représentés à l'Assemblée, du nombre de voix de ces actionnaires ainsi que, pour chaque résolution, du nombre total de voix exprimées en détaillant le nombre d'actions et la proportion du capital social qu'elles représentent, ainsi que le nombre et le pourcentage de voix favorables et défavorables à la résolution et le nombre et le pourcentage que représentent les abstentions dans le nombre total des droits de vote ⁽²⁾. À noter que pour les Assemblées générales réunies pour statuer sur les comptes du premier exercice clos après le 19 juillet 2019, **les abstentions, de même que les votes blancs ou nuls, ne sont plus comptabilisées comme des votes négatifs, mais sont exclues du décompte.**

3.6.4.2 Compte-rendu

L'AMF recommande de rendre disponible sur le site Internet de la société, au plus tard dans les deux mois suivant la tenue de l'Assemblée générale, un **compte rendu synthétique** de celle-ci intégrant notamment **le résultat du vote des résolutions et la confirmation de la date de mise en paiement du dividende** ⁽³⁾. L'AMF recommande également la publication des statuts actualisés ainsi que l'annonce de la date de l'Assemblée générale N+1, voire N+2, à la fois dans le calendrier des communications financières mais aussi dans la rubrique consacrée à l'Assemblée générale. Enfin, le procès-verbal doit être établi dans les meilleurs délais, **au plus tard dans les quatre mois** après l'Assemblée ⁽⁴⁾. Ces recommandations ne s'appliquent pas aux valeurs moyennes, mais ces dernières peuvent néanmoins s'en inspirer en pratique.

L'AMF recommande en outre ⁽⁵⁾ :

- de conserver en libre accès, sur le site Internet des émetteurs dans un espace dédié, l'ensemble des informations relatives aux Assemblées passées, **au moins pour les trois dernières années** ; et
- de veiller à rendre les informations suivantes accessibles sur le site, **au moins pour les trois dernières années** :
 - le résultat des votes pour chacune des résolutions proposées,
 - les traductions en langues étrangères de l'ensemble des documents relatifs aux Assemblées générales (si l'émetteur a procédé à de telles traductions),et, durant au moins deux ans, la retransmission audiovisuelle de l'Assemblée générale désormais obligatoire (voir page 105, 3.6.3.1 « Organisation »)

En pratique, ces recommandations sont majoritairement suivies sur les sites des sociétés représentées au Cliff.

En cas de vote contesté en Assemblée générale, l'AMF recommande aux sociétés de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les mesures prises par le Conseil à la suite de ce vote ⁽⁶⁾. Cette recommandation, qui existait déjà pour les sociétés déclarant se référer au Code AFEP-MEDEF ⁽⁷⁾, a été étendue à l'ensemble des 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 ⁽⁸⁾.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.4.3

(2) Article R. 22-10-30 du Code de commerce.

(3) Proposition n° 1.8 de la recommandation AMF n° 2012-05 du 2 juillet 2012, modifiée le 29 avril 2021.

(4) Proposition n° 1.8 de la recommandation AMF n° 2012-05 du 2 juillet 2012, modifiée le 29 avril 2021.

(5) Proposition n° 2.13 de la recommandation AMF n° 2012-05 du 2 juillet 2012, modifiée le 29 avril 2021.

(6) Recommandation AMF, DOC-2012-02, modifiée le 14 décembre 2023.

(7) Recommandation AMF, DOC-2012-02, modifiée le 9 décembre 2019.

(8) Recommandation AMF, DOC-2016-08, modifiée le 29 avril 2021.

Dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise, l'AMF considère dans son analyse que les résolutions les plus contestées sont celles approuvées à moins de 90 %. Pour comparaison, l'AMF relève également le cas du régulateur britannique qui considère que les résolutions contestées sont celles approuvées par moins de 80 % des actionnaires ⁽¹⁾. L'AMF relève que peu de sociétés informent sur les actions prises par le Conseil en réponse à des contestations significatives des actionnaires lors des votes en Assemblée générale, souvent liées à la rémunération des dirigeants et encourage donc une meilleure transparence sur ce sujet.

Par ailleurs, conformément aux articles L. 22-10-43-1 et R. 228-32-1, II du Code de commerce, les actionnaires peuvent s'adresser à l'émetteur pour demander la **confirmation de la prise en compte de leur vote dans les délibérations**. Toute demande d'un actionnaire formulée en ce sens doit intervenir dans les trois mois suivant la date du vote (accompagnée des pièces justificatives de l'identité de l'actionnaire). L'émetteur y répondra au plus tard 15 jours suivant la demande ou l'Assemblée générale, si cet événement intervient plus tard, sauf si les informations sont déjà disponibles.

3.6.4.3 Publication au BALO

Les émetteurs sont tenus de publier au BALO dans les 45 jours suivant la tenue de l'Assemblée annuelle ⁽²⁾ :

- un avis indiquant que **les comptes ont été approuvés** sans modification par l'Assemblée générale et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel ou, en cas de modification par rapport aux comptes publiés dans le rapport financier annuel, les

comptes annuels et les comptes consolidés approuvés, revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes ; et

- **la décision d'affectation du résultat.**

3.6.4.4 Dépôt au greffe du tribunal de commerce

Dans le mois qui suit l'approbation des comptes annuels par l'Assemblée générale ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque ce dépôt est effectué par voie électronique, les émetteurs doivent déposer au greffe du tribunal de commerce dont dépend leur siège social **les documents suivants** ⁽³⁾ :

- les comptes annuels et, le cas échéant, consolidés ;
- le rapport de gestion prévu par le Code de commerce ainsi que le rapport sur le gouvernement d'entreprise qui lui est joint ;
- le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et, le cas échéant, sur les comptes consolidés ;
- la proposition d'affectation du résultat et la résolution votée par l'Assemblée générale.

Les sociétés, lorsque leur URD contient certains ou la totalité des documents mentionnés ci-dessus, sont autorisées à le déposer au greffe du tribunal de commerce (ou le cas échéant au greffe du tribunal des activités économiques) en substitution du dépôt des rapports annuels obligatoires qu'il contient ⁽⁴⁾. L'URD doit comprendre une table permettant au greffe d'identifier l'ensemble des documents qu'il contient.

3.7 OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

3.7.1 ACQUISITION ET CESSION

3.7.1.1 Existence de négociations et signature d'une lettre d'intention ou d'un document précontractuel

Lorsque l'émetteur est en cours de négociations avec un tiers, en vue d'une opération d'acquisition ou de cession, il **apprécie** si une communication dès que possible au marché est nécessaire ou opportune, **au regard du caractère significatif ou non de cette opération** (le caractère significatif de l'opération étant apprécié notamment en considération des critères développés dans le sous-cas intitulé « Signature de l'accord ferme »). Le critère d'appréciation demeure l'existence ou non d'une information privilégiée et notamment son caractère suffisamment précis. Il convient à ce titre de relever qu'**une étape intermédiaire**

d'un processus ou d'une opération étalée dans le temps peut être considérée en elle-même comme **une information privilégiée**. Dans un cas récent, la Commission des sanctions de l'AMF a considéré que le projet d'offre (par opposition à l'offre elle-même) était suffisamment précis dès l'initiation de discussions avec les banques, sans attendre le moment de la prise de contact avec la contrepartie vendeuse ni l'obtention du financement nécessaire à l'acquisition ⁽⁵⁾.

Si l'information revêt un caractère privilégié, l'émetteur pourra décider d'appliquer les **règles du différé** de communication d'une information privilégiée. Si les conditions de différé d'information ne sont plus réunies, notamment lorsqu'il n'est plus en mesure d'assurer la confidentialité de cette information, il publie dès que possible.

(1) AMF, Rapport 2024 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, p. 38.

(2) Article R. 232-11 du Code de commerce.

(3) Article L. 232-23, I^o du Code de commerce.

(4) Article L. 232-23, II^o du Code de commerce.

(5) AMF, Sanc., 25 avril 2019, SAN-2019-05.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

Lorsque l'opération ne présente pas de caractère significatif, la communication de l'émetteur sur l'existence de négociations est facultative et s'effectue à son entière discrétion.

Si l'émetteur estime qu'une communication immédiate au marché est nécessaire ou opportune, la communication de l'émetteur indique en pratique **l'objet des négociations, l'état d'avancement des négociations ainsi que le nom du partenaire.**

Avec l'adoption du « **Listing Act** », les étapes intermédiaires d'un processus en plusieurs phases (négociations préliminaires, réunions de travail, intentions non formalisées) ne sont plus soumises à l'obligation de publication immédiate, même si elles constituent une information privilégiée. Seul l'événement final (accord ferme, signature, clôture) doit être communiqué au marché, sous réserve que l'émetteur garantisse la confidentialité des phases préparatoires.

En cas de signature d'un **document précontractuel** (protocole d'accord, lettre d'intention, etc.), la communication de l'émetteur peut, dans certains cas, contenir une synthèse des éléments clés de l'accord ainsi que les éventuelles étapes futures ou conditions suspensives devant se réaliser préalablement à la conclusion d'un accord ferme ou la mise en œuvre de l'opération, lorsque l'émetteur estime que la communication de ces éléments au marché est nécessaire ou opportune.

3.7.1.1.1 Data room

L'AMF encadre, dans sa position-recommandation n° 2016-08 (§ 3.2), les modalités de transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (procédures dites de *data room*) ⁽¹⁾. 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** et que l'accès à toute *data room* soit 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.

Préalablement à l'ouverture d'une procédure de *data room*, chacun des participants devrait signer un **engagement de confidentialité** destiné à prévenir tout risque de divulgation et d'exploitation d'information privilégiée. Lorsque des informations communiquées dans le cadre de la *data room* deviennent privilégiées pendant qu'elle est ouverte, l'émetteur est tenu soit de la rendre publique, soit de la différer dans le respect des conditions requises par le Règlement Abus de marché (voir page 25, 2.5 « Obligation

de communiquer au marché les "informations privilégiées" »). Afin de rétablir le principe d'égalité d'accès à l'information à l'occasion d'une opération financière, l'AMF attend également des émetteurs qu'ils publient, dans le prospectus ou la note d'information, toute information privilégiée transmise dans le cadre d'une *data room* entre le ou les investisseurs futurs et la société, étant précisé qu'une telle communication ne suffit pas à décharger l'émetteur de diffuser l'information privilégiée, conformément aux conditions requises par l'article 17.1 du Règlement Abus de marché. L'AMF précise que dans l'hypothèse d'une *data room* intervenant lors d'une offre publique, et dans le cas d'offres concurrentes, l'émetteur devrait organiser l'accès de tous les compétiteurs aux informations contenues dans la *data room* et conclure avec chacun un accord de confidentialité. L'AMF recommande enfin 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.

Dans une décision de la Commission des sanctions, il a pu être relevé que l'ouverture d'une *data room* constituait un élément de contexte ayant conduit, avec d'autres, à caractériser l'existence d'une information privilégiée liée à une opération financière significative ⁽²⁾.

3.7.1.2 Signature de l'accord ferme (Signing)

Lors de la signature par l'émetteur d'un accord ferme portant sur une opération d'acquisition ou de cession, **l'émetteur apprécie** la nécessité ou l'opportunité d'une **communication immédiate** au marché au regard du caractère significatif ou non que l'acquisition ou la cession revêt pour lui ⁽³⁾. Il peut également décider de **différer** cette information, sous réserve de respecter les conditions requises (voir page 25, 2.5 « Obligation de communiquer au marché les "informations privilégiées" »).

Le **caractère significatif de l'opération de cession ou d'acquisition**, selon le cas, devrait notamment être apprécié au regard de la taille de l'acquisition, des impacts estimés sur l'activité, les résultats et la structure financière de l'émetteur, de l'intérêt (stratégique, financier, commercial et/ou industriel) de l'opération pour l'émetteur, et de la plus ou moins-value réalisée par l'émetteur en cas de cession.

Lorsque l'opération ne revêt pas un caractère significatif pour l'émetteur, une communication au marché peut tout de même être effectuée si l'annonce de l'acquisition correspond à une attente du marché.

L'information du marché s'effectue par la publication d'un **communiqué de presse**. Dans certains cas, les émetteurs organisent également une **réunion d'analystes** ou une conférence de presse relative à l'opération concernée.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08, mise à jour le 29 avril 2021, § 3.2.

(2) AMF, Sanc., 14 décembre 2018, SAN-2018-17 confirmée par la cour d'appel de Paris le 19 décembre 2019 et la Cour de cassation le 30 novembre 2022.

(3) AMF, Sanc., 10 mars 2015, SAN-2015-05, et décision de la Cour d'appel de Paris du 17 juin 2016.

En pratique, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur contient généralement une description de la cible (activités, résultats et perspectives) et les objectifs stratégiques, financiers, commerciaux et/ou industriels poursuivis par l'émetteur dans le cadre de cette acquisition ou de cette cession, selon le cas. Le communiqué de presse présente également les éventuelles conditions suspensives affectant la réalisation de l'opération (autorisations réglementaires et concurrence, etc.) et donne un calendrier indicatif de l'opération (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 3 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion*).

S'agissant d'une opération d'acquisition, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur indique généralement **le prix d'acquisition** s'il est significatif et peut, si l'émetteur l'estime utile, indiquer **le mode de financement envisagé de l'opération**.

Le cas échéant, le communiqué de presse peut également indiquer les impacts comptables de l'opération, les synergies escomptées, l'évolution éventuelle ou le maintien du management de la cible, et décrire les risques spécifiques que présente la cible (tels que les risques environnementaux, les risques sociaux, etc.).

S'agissant d'une opération de cession, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur indique généralement la **plus-value ou moins-value estimée lorsqu'elle est significative** (cette information pouvant toutefois être donnée de manière qualitative et non chiffrée). Il convient de préciser que, dans certains cas, pour des raisons comptables spécifiques tenant à l'actif cédé, cette information peut ne pas être communiquée au marché lorsqu'elle est susceptible d'induire le public en erreur.

En revanche, il est rare en pratique que les émetteurs communiquent au marché une description du contexte de l'opération ou divulguent l'existence d'accords ou d'opérations annexes (tels que des contrats de management, des contrats commerciaux, etc.).

3.7.1.3 Réalisation définitive de l'opération

En pratique, les émetteurs procèdent généralement à une communication au marché lors de la réalisation définitive d'une opération d'acquisition ou de cession d'une importance significative sur laquelle ils ont préalablement communiqué, notamment lorsque le contexte de l'opération présentait des risques de non-réalisation dont le marché était informé.

Par ailleurs, l'opération d'acquisition ou de cession entraînera une modification du périmètre de l'émetteur susceptible de donner lieu à une **information pro forma** dans le cadre de l'information périodique (voir page 56, 3.3.5.3 « Modification du périmètre de l'émetteur (publication d'informations *pro forma*) »).

3.7.1.4 Réalisation ou défaut de réalisation de conditions suspensives affectant l'opération

Lors de la réalisation des conditions suspensives (autorisation des autorités de la concurrence compétentes, autorisations réglementaires, etc.) qui affectent une opération de cession ou d'acquisition sur laquelle l'émetteur a préalablement communiqué, **l'émetteur apprécie**, au cas par cas, la nécessité ou l'opportunité de communiquer cette information au marché au regard du **caractère significatif de ces conditions suspensives** pour la réalisation de l'opération.

En cas de défaut de réalisation d'une condition suspensive affectant une opération de cession ou d'acquisition sur laquelle l'émetteur a préalablement communiqué, une communication immédiate au marché est nécessaire lorsque l'absence de réalisation de cette condition suspensive empêche définitivement la réalisation de l'opération.

3.7.1.5 Rupture de négociations

En cas de rupture des négociations, une **communication immédiate paraît nécessaire si le marché était informé des négociations en cours** ; au cas inverse, la communication de l'information au marché ne paraît pas souhaitable, hors cas particuliers⁽¹⁾.

Si l'émetteur communique sur la rupture des négociations, le communiqué de presse publié par l'émetteur rappellera **l'objet des négociations**. En pratique, il est rare que le communiqué de presse indique le motif exact de la rupture des négociations.

3.7.1.6 Cessions et acquisitions d'actifs significatifs

Depuis juin 2015, l'AMF recommande que toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé prévoit une **consultation de l'Assemblée générale des actionnaires** préalablement à la **cession**, en une ou plusieurs opérations, ou à la conclusion de promesse ou d'option de vente portant sur des actifs représentant au moins la moitié de ses actifs totaux en moyenne sur les deux derniers exercices. Cette consultation des actionnaires est également recommandée dès lors qu'au moins **deux des cinq ratios définis par l'AMF** dans sa position-recommandation n° 2015-05 **atteignent ou dépassent la moitié du montant consolidé de référence pour ce ratio**, calculé sur les deux exercices précédents (par exemple, le chiffre d'affaires réalisé par l'actif ou l'activité cédée rapporté au chiffre d'affaires consolidé, ou le prix de cession de l'actif rapporté à la capitalisation boursière du Groupe). Si la société décidait de ne pas appliquer les ratios indiqués précédemment, il lui appartiendrait de justifier son choix, d'indiquer les critères alternatifs retenus et de justifier de leur pertinence.

(1) CA Paris, 7 février 2019, n° 18/04069.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

Le Code AFEP-MEDEF, modifié en dernier lieu en décembre 2022, prévoit qu'**en cas d'avis négatif de la part de l'Assemblée générale**, le Conseil publie immédiatement sur le site de la société un communiqué sur les suites qu'il entend donner à l'opération.

Par ailleurs, si ces cessions ou acquisitions entrent dans le cycle normal de l'activité des sociétés ayant pour activité principale l'acquisition et la gestion de participations, celles-ci doivent néanmoins expliquer de manière étayée et adaptée à leur situation particulière les raisons pour lesquelles elles estiment qu'écarter cette consultation est conforme à l'intérêt social.

L'AMF et le Code AFEP-MEDEF recommandent également aux dirigeants d'informer les actionnaires et le marché :

- de toute cession ou acquisition d'actifs significatifs qui n'est pas nécessairement déterminée par les ratios susmentionnés ;
- du contexte et de la négociation de l'accord de cession ou d'acquisition ;

- des motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus de cession ;
- des étapes successives du processus d'instruction de l'opération mis en œuvre par les organes de la société dans le respect de l'intérêt social.

En cas de **cession**, devront également être précisés les **critères quantitatifs et qualitatifs** explicitant les raisons pour lesquelles l'offre a été retenue, et, le cas échéant, les conditions dans lesquelles les offres concurrentes ont été appréciées et écartées, sous réserve des clauses de confidentialité. En cas d'acquisition d'actifs significatifs, le mode de financement de cette opération devra être détaillé.

À noter, certaines sociétés apprécient de façon large la notion de cession puisqu'elles soumettent à leur Assemblée générale les transferts qui interviendraient sous forme de fiducie.

3.7.2 FUSION, SCISSION (SPIN-OFF), APPORT D'ACTIFS

3.7.2.1 Exemptions

Le Règlement Prospectus 3 maintient l'exemption de prospectus en cas d'offres de valeurs mobilières dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'échange, d'une fusion ou d'une scission, sous la réserve que l'émetteur mette à la disposition du public un document dit « d'exemption » contenant des informations décrivant la transaction et son incidence sur l'émetteur.

Le Règlement délégué (UE) 2021/528 de la Commission du 16 décembre 2020 complète le Règlement Prospectus 3 en ce qui concerne les informations à inclure au minimum dans ledit document d'exemption.

Celui-ci prévoit que le **document d'exemption** doit contenir les **informations pertinentes** qui sont nécessaires pour permettre aux investisseurs de comprendre :

- les **perspectives de l'émetteur** et, selon le type de transaction, de la société visée, de la société acquise ou de la société scindée, ainsi que tout **changement important** intervenu dans les activités et la situation financière de chacune de ces sociétés depuis la fin de l'exercice financier précédent ;
- les **droits attachés aux titres de capital** ;
- une **description de la transaction et son incidence** sur l'émetteur.

Les annexes au Règlement délégué précisent la liste des informations devant figurer dans le document d'exemption. Celles-ci sont renforcées lorsque :

- le document d'exemption se rapporte à une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange pour laquelle l'autorité a donné son approbation préalable à un document contenant des informations décrivant la transaction et son incidence sur l'émetteur ; et que
- les titres de capital offerts ne sont pas fongibles avec des valeurs mobilières existantes déjà admises à la négociation sur un marché réglementé avant l'acquisition et la transaction qui y est liée, ou que l'acquisition est considérée comme une acquisition inversée.

A *contrario*, les informations nécessaires sont **allégées** lorsque, dans le cadre d'une transaction, les titres de capital sont offerts au public ou seront admis à la négociation sur un marché réglementé, et qu'ils sont **fongibles** avec des titres de capital déjà admis à la négociation sur un marché réglementé et ne représentent pas plus de 10 % de ceux-ci.

Les informations contenues dans le document d'exemption doivent être **rédigées et présentées sous une forme facile à analyser**, concise et compréhensible, et permettent aux investisseurs de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause. Certaines informations peuvent être incorporées par référence.

Lorsqu'un émetteur présente un historique financier complexe ou a pris un engagement financier important, il est tenu de décrire, dans le document d'exemption, son historique financier complexe ou les effets de l'engagement financier important sur lui ou sur son activité.

3.7.2.2 Dans le cadre d'une réorganisation interne

3.7.2.2.1 Prise de décision définitive des organes sociaux

Lorsque l'émetteur décide de réaliser une opération de **fusion, de scission (*spin-off*) ou d'apport d'actifs** dans le cadre d'une réorganisation interne, **l'émetteur apprécie** la nécessité ou l'opportunité, selon le cas, d'une communication au marché en examinant le caractère significatif de l'opération au regard notamment de son **intérêt stratégique, commercial, industriel et/ou financier** pour l'émetteur, de **l'importance de la réorganisation effectuée**, de **l'impact de la réorganisation sur les comptes consolidés** de l'émetteur et la **dilution des actionnaires** de l'émetteur résultant de l'opération.

Si l'émetteur estime qu'une communication est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse de l'émetteur devrait être diffusé dès la prise de décision définitive des organes sociaux de la société chef de groupe.

En pratique, le communiqué de presse indique généralement **les motifs de l'opération et son positionnement dans la stratégie du groupe** de l'émetteur, ainsi qu'une **description de l'opération et de ses impacts** sur la réorganisation du groupe, et précise le **calendrier indicatif** de l'opération. Il indique également, le cas échéant, **l'impact dilutif** de l'opération pour les actionnaires de l'émetteur. Dans certains cas, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur **fait état de la parité de fusion ou de la valeur d'apport** et décrit les impacts de l'opération sur les comptes (tout au moins les principaux indicateurs clés) des sociétés concernées (comprenant notamment, le cas échéant, une estimation des coûts de la restructuration).

3.7.2.2.2 Réalisation ou défaut de réalisation des conditions suspensives

Lors de la réalisation des conditions suspensives (autorisations réglementaires, etc.) qui affectent une opération de fusion, de scission (*spin-off*) ou d'apport d'actifs qui se déroule dans le cadre d'une réorganisation interne sur laquelle l'émetteur a précédemment communiqué, **l'émetteur apprécie**, au cas par cas, la nécessité ou l'opportunité de communiquer cette information au marché au regard du caractère significatif de ces conditions suspensives pour la réalisation de l'opération.

En cas de défaut de réalisation d'une condition suspensive affectant une opération de fusion, de scission (*spin-off*) ou

d'apport d'actifs qui se déroule dans le cadre d'une réorganisation interne, sur laquelle l'émetteur a précédemment communiqué, une **communication immédiate au marché est nécessaire lorsque l'absence de réalisation de cette condition suspensive empêche définitivement la réalisation de l'opération.**

3.7.2.2.3 Réalisation définitive de l'opération

En pratique, les émetteurs procèdent généralement à une **communication au marché lors de la réalisation définitive d'une opération de réorganisation** d'une importance significative sur laquelle ils ont préalablement communiqué, notamment si le contexte de l'opération présentait des risques de non-réalisation de l'opération dont le marché était informé.

3.7.2.3 Dans le cadre d'un rapprochement avec un tiers

3.7.2.3.1 Existence de négociations, signature d'un accord précontractuel

Lorsque l'émetteur est **en cours de négociations** avec un tiers, en vue d'une opération de fusion, d'apport d'actifs ou de scission (*spin-off*), et qu'il n'est plus en mesure d'assurer la confidentialité de cette information, **il apprécie** si une communication immédiate au marché est nécessaire ou opportune, selon le cas, au regard du **caractère significatif ou non de cette opération** (le caractère significatif de l'opération étant apprécié en considération des critères développés dans le sous-cas intitulé « Signature du traité ») ⁽¹⁾ (voir toutefois ci-dessous s'agissant des propositions de modifications du Règlement abus de marché ⁽²⁾).

Lorsque l'opération ne présente pas de caractère significatif, la communication de l'émetteur sur l'existence de négociations est facultative et s'effectue à son entière discrétion.

Si l'émetteur estime qu'une communication immédiate au marché est nécessaire ou opportune, la communication de l'émetteur indique en pratique **l'objet des négociations, leur état d'avancement ainsi que le nom du partenaire.**

En cas de signature d'un document précontractuel (protocole d'accord, lettre d'intention, etc.), la communication de l'émetteur peut, dans certains cas, contenir une synthèse des éléments clés de l'accord ainsi que les éventuelles étapes futures ou conditions suspensives devant se réaliser préalablement à la conclusion d'un accord ferme ou à la mise en œuvre de l'opération lorsque l'émetteur estime que la communication de ces éléments au marché est nécessaire ou opportune.

(1) AMF, Sanc. 6 mars 2019, SAN-2019-02.

(2) Article 17 du Règlement Abus de marché ; Article 2.6 (a) et considérant 67 et suivants de la résolution législative du Parlement européen du 24 avril 2024 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

3.7.2.3.2 Signature du traité

En cas de fusion, de scission (*spin-off*) ou d'apport d'actifs réalisé dans le cadre d'un rapprochement avec un tiers, lors de la signature du traité de fusion ou du traité d'apport, **l'émetteur apprécie** la nécessité ou l'opportunité, selon le cas, d'une communication immédiate au marché **en fonction du caractère significatif ou non de l'opération** au regard de son intérêt stratégique, commercial, industriel et/ou financier pour l'émetteur et de ses impacts estimés sur les résultats et la structure financière de l'émetteur. À compter de juillet 2026 et consécutivement à l'adoption du **Listing Act** modifiant le Règlement abus de marché, les étapes intermédiaires d'une opération qui constitueraient en elles-mêmes une information privilégiée n'auront plus à faire l'objet d'une publication dès que possible. À ce titre, les « *considerants* » indiquent à titre illustratif que dans le cas d'une fusion, la communication d'informations devrait avoir lieu dès que possible après que la direction a pris la décision de signer l'accord de fusion, **une fois que les éléments essentiels de la fusion ont été approuvés**.

L'information du marché s'effectue par la publication d'un **communiqué de presse**. En pratique, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur indique les **motifs du rapprochement** et les **synergies escomptées** ainsi que les modalités de l'opération, son calendrier et les éventuelles conditions suspensives (notamment autorisations réglementaires et concurrence). Il décrit généralement les **impacts de l'opération** sur les comptes consolidés de l'émetteur et sur la composition des organes sociaux et fait état du prix, de la parité de fusion ou de la rémunération de l'apport, selon le cas.

Dans certains cas, les émetteurs organisent également **une réunion d'analystes ou une conférence de presse** relative à l'opération concernée.

Lorsque l'émetteur est le bénéficiaire de l'apport, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur contient généralement une indication de la dilution résultant de l'opération pour les actionnaires de l'émetteur.

3.7.3 OFFRE PUBLIQUE

3.7.3.1 Les différentes offres publiques

Les offres publiques d'achat (OPA) consistent, pour une personne morale ou physique (« l'initiateur »), à offrir publiquement aux détenteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé d'acquies, contre le versement d'un prix en numéraire, tout ou partie desdits instruments financiers. **L'initiateur dépose un projet d'offre à l'AMF ainsi qu'un projet de note d'information**. La note d'information de l'initiateur décrit en particulier la teneur et les caractéristiques de l'offre ainsi que les objectifs et les intentions de l'initiateur. La note d'information en réponse contient en particulier l'avis du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance de la cible sur l'intérêt de l'offre et les

Lorsque l'émetteur est la société apporteuse, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur contient, dans la plupart des cas, une indication de l'intérêt stratégique pour l'émetteur de la participation reçue en rémunération de l'apport.

En revanche, il est rare en pratique que les émetteurs communiquent au marché une description du contexte de l'opération ou divulguent l'existence d'accords ou d'opérations annexes (tels que des contrats de management, des contrats commerciaux, etc.).

3.7.2.3.3 Réalisation ou défaut de réalisation des conditions suspensives

Lors de la réalisation des conditions suspensives (autorisation des autorités de la concurrence compétentes, autorisations réglementaires, etc.) qui affectent une opération de fusion, de scission (*spin-off*) ou d'apport d'actifs qui se déroule dans le cadre d'un rapprochement avec un tiers, sur laquelle l'émetteur a préalablement communiqué, **l'émetteur apprécie**, au cas par cas, la nécessité ou l'opportunité de communiquer cette information au marché au regard du **caractère significatif de ces conditions suspensives** pour la réalisation de l'opération.

En cas de défaut de réalisation d'une condition suspensive affectant une opération de cession ou d'acquisition sur laquelle l'émetteur a préalablement communiqué, une communication immédiate au marché est nécessaire lorsque l'absence de réalisation de cette condition suspensive empêche définitivement la réalisation de l'opération.

3.7.2.3.4 Réalisation définitive de l'opération

En pratique, les émetteurs procèdent généralement à une communication au marché lors de la réalisation définitive d'une opération de rapprochement avec un tiers d'une importance significative sur laquelle ils ont préalablement communiqué, notamment si le contexte de l'opération présentait des risques de non-réalisation de l'opération dont le marché était informé.

conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés. Lorsque l'offre publique est une offre amicale, une note d'information conjointe peut être établie par l'initiateur de l'offre et la société cible.

Le contenu des notes d'information est régi par les articles 231-18 et 231-19 du Règlement général de l'AMF et précisé par l'instruction AMF n°2006-07, mise à jour le 29 avril 2021.

L'AMF examine les conditions de recevabilité de l'offre avant de déclarer (ou non) l'offre recevable. L'AMF vérifie également la qualité de l'information donnée aux investisseurs avant d'apposer son visa sur la note d'information.

Les offres publiques d'échange (OPE) consistent pour l'initiateur à offrir publiquement aux détenteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé de les échanger contre des titres émis ou à émettre. Tout comme en matière d'OPA, les conditions de l'offre et la qualité de l'information font l'objet d'un contrôle de l'AMF ⁽¹⁾. Il est à noter que le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus maintient l'exemption de prospectus en cas d'offres de valeurs mobilières dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'échange, sous la réserve que l'émetteur mette à la disposition du public un document contenant des informations décrivant la transaction et son incidence sur l'émetteur. Le Règlement délégué (UE) 2021/528 de la Commission du 16 décembre 2020 complète le Règlement Prospectus en ce qui concerne les informations à inclure au minimum dans le document à publier afin de bénéficier d'une exemption à l'obligation de publier un prospectus dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange, d'une fusion ou d'une scission (voir page 114, 3.7.2 « Fusion, scission (*spin-off*), apport d'actifs »).

Les offres publiques mixtes cumulent à la fois une offre publique d'achat et une offre publique d'échange.

Les offres publiques de retrait (OPR) ont pour but de permettre la sortie des actionnaires minoritaires en organisant, à l'initiative soit des actionnaires majoritaires, soit des actionnaires minoritaires, le rachat des titres des premiers par les seconds. Une OPR peut intervenir lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent plus de 90 % des droits de vote de l'émetteur, lorsqu'une société anonyme se transforme en société en commandite par actions, ou lorsque surviennent des modifications juridiques ou financières significatives, ces dernières visant notamment les cas de modifications significatives des statuts et de cession des principaux actifs de l'émetteur. Si les actionnaires majoritaires peuvent être à l'initiative d'une OPR, lorsqu'ils détiennent plus de 90 % des droits de vote, ils sont également susceptibles d'être contraints de lancer une OPR sur décision de l'AMF.

Le retrait obligatoire, lequel suppose que l'actionnaire ou le groupe majoritaire détienne plus de 90 % des droits de vote, a pour but de contraindre les minoritaires à céder leurs actions, permettant ainsi une sortie de la cotation et une détention à 100 % des titres par les majoritaires. Le retrait obligatoire peut intervenir à l'issue soit d'une offre publique de retrait, soit de toute autre offre publique. Depuis la loi Pacte, à l'issue d'une offre publique, et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représentant pas plus de 10 % du capital et des droits de vote peuvent être transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, contre 5 % préalablement, selon les modalités fixées par le Règlement général de l'AMF ⁽²⁾. Notons qu'à la suite de l'offre publique initiée par

Veolia sur Suez ayant donné lieu à plusieurs recours et prises de position de l'AMF, l'Autorité a publié un document de synthèse précisant son rôle dans cette « bataille boursière » (AMF, Note – Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, 18 mai 2022).

3.7.3.2 Événements concernant l'initiateur

3.7.3.2.1 Rumeurs

Un dispositif anti-rumeurs (dit de *put up or shut up*) est prévu ⁽³⁾.

Ce dispositif permet à l'AMF, en particulier lorsque le marché des titres d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituels, de demander à toute personne pour laquelle il existe un motif raisonnable de penser qu'elle **prépare une offre publique de se déclarer dans un délai fixé par l'AMF**.

Si la personne interrogée déclare ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique sur la cible potentielle, elle ne pourra déposer un projet d'offre publique sur la société concernée avant l'expiration d'un **délai de six mois** courant à compter de cette déclaration, sauf en cas de modification importante dans l'environnement, la situation ou l'actionariat de la cible ou de l'initiateur potentiel.

Si la personne interrogée reconnaît avoir l'intention de déposer une offre publique, elle doit indiquer dans un communiqué, au terme d'un délai fixé par l'AMF, les caractéristiques de son projet d'offre, faute de quoi elle sera réputée ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre.

Le communiqué indiquant les caractéristiques d'une offre, qu'il soit publié en application de ce dispositif ou qu'il le soit spontanément par une personne préparant une opération susceptible d'avoir une influence significative sur le cours d'un titre, marque le début de la période de pré-offre.

Sans préjudice de l'existence du dispositif anti-rumeurs évoqué ci-dessus, lorsqu'il existe une rumeur précise relative au **dépôt d'une offre inamicale** par un ou plusieurs initiateurs potentiels identifiés, dans la mesure où la rumeur induit une perturbation significative du cours de Bourse de la cible éventuelle et/ou du cours de Bourse de l'initiateur pressenti, il est de la responsabilité de l'initiateur pressenti de prendre, dans les meilleurs délais, toutes les mesures qu'il juge nécessaires afin d'**écourter cette situation d'incertitude** et de faire cesser l'agitation sur le cours.

Si la rumeur est infondée, l'initiateur pressenti devrait ainsi publier dans les meilleurs délais un **communiqué** comprenant un démenti de la rumeur.

(1) Pour un exemple de contrôle par l'AMF du caractère complet, cohérent et compréhensible de l'information donnée dans la note d'information par l'initiateur d'une OPE (CA Paris, pôle 5, ch. 7, 14 mars 2017, n° 2016/20478, OPE Altice/SFR).

(2) Article L. 433-4 du Code monétaire et financier. La loi Pacte ne prévoit pas de dispositions transitoires ; toutefois, il est renvoyé au Règlement général de l'AMF le soin de fixer les modalités des modifications.

(3) Articles 223-32 et suivants du Règlement général de l'AMF.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

À l'inverse, **si la rumeur est fondée** et que l'initiateur pressenti envisage effectivement de déposer une offre, cet initiateur devrait essayer d'**accélérer le calendrier de dépôt de l'offre publique** afin d'éviter que la période d'incertitude ne se prolonge au-delà d'un délai raisonnable.

On a pu observer que certains émetteurs cherchaient, au travers d'une communication spontanée, à éviter que l'AMF ne déclenche le dispositif anti-rumeurs. Une telle communication (qui doit être exacte, précise et sincère) doit supprimer tous « *motifs raisonnables de penser [que l'émetteur] prépare une offre publique* ».

3.7.3.2.2 Dépôt

Lors du dépôt d'une offre publique, une communication au marché de l'initiateur est obligatoire en application de la réglementation. Le contenu et les modalités de cette communication sont fixés par la réglementation.

Cette communication s'effectue par la publication d'un communiqué de presse, d'une note d'information et d'un document d'information relatif aux caractéristiques de l'initiateur.

Communiqué de presse

- Le communiqué de presse contient les principaux éléments du projet de note d'information et précise les modalités de mise à disposition du projet de note d'information (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 13 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021*).
- Le communiqué de presse de l'initiateur doit être publié au plus tard lors du dépôt du projet de note d'information à l'AMF, selon des méthodes permettant d'en assurer la diffusion effective et intégrale. Le communiqué de presse diffusé par l'initiateur est également mis en ligne sur le site de l'AMF et sur celui de l'émetteur.

Note d'information

- Le contenu de la note d'information est fixé par la réglementation. La note d'information doit notamment préciser (i) le nombre d'actions et de droits de vote que le seuil de caducité de l'offre représente à la date du dépôt de l'offre, (ii) la politique industrielle et financière des sociétés concernées pour les douze mois à venir, (iii) les engagements et intentions spécifiques de l'initiateur formalisés dans le cadre de la procédure d'information consultation du Comité social et économique (CSE), et (iv) ses intentions quant au maintien ou retrait de la cote des titres de la cible ⁽¹⁾. Les modalités de dépôt ainsi que le contenu de la note d'information sont précisés par une instruction de l'AMF mise à jour le 29 avril 2021 ⁽²⁾.

(1) Article 231-18 du Règlement général de l'AMF.

(2) Instruction AMF n° 2006-07, Offres publiques d'acquisition, mise à jour le 29 avril 2021.

- **Le projet de note d'information doit être déposé auprès de l'AMF en même temps que le projet d'offre.** Dès le dépôt de l'offre, le projet de note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public, au siège de l'initiateur et auprès du ou des établissements présentateurs de l'offre.
- Lorsque le projet de note d'information a été établi conjointement avec la société cible, il est également mis à disposition au siège de la société cible et auprès des organismes chargés d'assurer le service financier des titres de la société cible. Enfin, le projet de note d'information est publié sur le site Internet de l'initiateur et sur le site de l'AMF.
- Lorsque le projet de note d'information a été établi conjointement avec la société cible, il est également **mis en ligne sur le site Internet de la société cible.**
- **La note d'information définitive, une fois visée par l'AMF, est diffusée avant l'ouverture de l'offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'offre.** La note d'information définitive de l'initiateur doit être soit publiée dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, soit tenue gratuitement à la disposition du public au siège de l'initiateur et auprès des établissements présentateurs de l'offre (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 14 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion*).
- Lorsque la note d'information définitive n'est pas publiée dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, **l'initiateur doit soit publier un résumé de la note d'information** dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, **soit procéder à la publication d'un communiqué**, selon des méthodes permettant d'en assurer la diffusion effective et intégrale, précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information définitive. La note d'information définitive est mise en ligne sur le site Internet de l'AMF.

Document d'information relatif aux caractéristiques de l'initiateur

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'initiateur ne sont pas intégrées dans la note d'information, mais publiées dans un document d'information séparé qui ne fait pas l'objet d'un visa de l'AMF.

Le document d'information relatif aux caractéristiques de l'initiateur doit être **déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public dans les mêmes conditions que la note d'information, au plus tard le jour précédant l'ouverture de l'offre.**

Lorsque l'initiateur publie un URD, ce document d'information consistera pour l'essentiel en une actualisation des informations contenues dans l'URD.

3.7.3.2.3 Événement en cours d'offre

Pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société cible s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des investisseurs.

En cas de survenance d'un événement en cours d'offre dont il a connaissance, **l'initiateur apprécie la nécessité ou l'opportunité, selon le cas, de procéder à la diffusion d'un communiqué** de presse au regard de l'impact de cet événement sur l'offre et/ou sur son cours de Bourse.

Si l'initiateur estime qu'une communication au marché est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse diffusé par l'initiateur devrait être publié **dès la survenance de l'événement** et comprendre une description de l'événement ainsi qu'une explication de ses impacts sur le déroulement et/ou l'appréciation de l'offre.

3.7.3.2.4 Offre publique concurrente

Lorsqu'un tiers dépose une offre concurrente, **la communication du premier initiateur est facultative** et s'effectue à l'entière discrétion de l'initiateur, sauf s'il décide de surenchérir sur l'offre ou de renoncer à son offre (voir page 119, 3.7.3.2.5 « Renonciation à l'offre publique » et page 119, 3.7.3.2.6 « Surenchère »).

3.7.3.2.5 Renonciation à l'offre publique

Il convient de rappeler que l'initiateur peut renoncer à l'offre :

- **dans un délai de cinq jours** de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente ; ou
- si la cible, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa **consistance modifiée** pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre, ou si l'offre devient sans objet (dans ce cas, l'autorisation préalable de l'AMF est nécessaire).

L'initiateur doit communiquer sa décision de renoncer à l'offre à l'AMF, qui devra, le cas échéant, statuer sur la possibilité pour l'initiateur de renoncer. La décision de renoncer à l'offre peut, le cas échéant, être accompagnée des motifs de la renonciation. **L'AMF rend publique la décision de l'initiateur de renoncer à l'offre.**

3.7.3.2.6 Surenchère

Il convient de rappeler que l'initiateur d'une offre dispose de la possibilité de surenchérir sur son offre initiale. Le dépôt auprès de l'AMF du projet de surenchère doit être réalisé **au plus tard cinq jours** de négociation avant la clôture de l'offre initiale.

En cas de surenchère, une communication au marché par l'initiateur est obligatoire.

L'initiateur doit diffuser un **document complémentaire** à la note d'information, visé par l'AMF, dont le contenu est fixé par la réglementation.

Le document complémentaire à la note d'information précise les termes de la surenchère au regard des conditions précédentes de l'offre ainsi que les modifications des divers éléments contenus dans la note d'information de l'initiateur.

Le dépôt auprès de l'AMF du **projet de document complémentaire** à la note d'information est effectué concomitamment au dépôt du projet de surenchère (et donc au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l'offre initiale).

3.7.3.3 Événements concernant la cible

3.7.3.3.1 Rumeurs

Sans préjudice de l'existence du dispositif anti-rumeurs évoqué ci-dessus, lorsqu'il existe une rumeur précise relative à l'existence de discussions entre un émetteur et un ou plusieurs initiateurs potentiels en vue du dépôt d'une offre publique, dans la mesure où la rumeur induit une perturbation significative du cours de Bourse de la cible éventuelle, **il est de la responsabilité de l'émetteur de prendre, dans les meilleurs délais, toutes les mesures qu'il juge nécessaires** afin d'écourter cette situation d'incertitude et de faire cesser l'agitation sur son cours.

Si la rumeur est infondée, l'émetteur concerné devrait ainsi publier dans les meilleurs délais un communiqué comprenant un **démenti de la rumeur**.

À l'inverse, si la rumeur est fondée et dès lors que le projet d'offre ne peut être déposé rapidement, l'émetteur devrait publier, dans les meilleurs délais, un communiqué faisant état de l'existence de discussions et indiquant, le cas échéant, l'identité de l'initiateur (ou des initiateurs) potentiel(s) et l'état d'avancement des discussions.

3.7.3.3.2 Éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique

Les émetteurs ont l'obligation d'indiquer, dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprise, joint au **rapport de gestion**, certains éléments dont la liste est fixée par la réglementation (clauses de changement de contrôle, structure du capital, etc.) lorsqu'ils sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique ⁽¹⁾. À la lettre de l'article L. 22-10-11 du Code de commerce, cette liste semble exhaustive. Il ne semble dès lors pas nécessaire de mentionner des éléments additionnels.

Il appartiendra à l'émetteur d'examiner au cas par cas et sous sa propre responsabilité si ces éléments sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique et, en conséquence, s'ils doivent être mentionnés dans le rapport de gestion.

(1) Article L. 22-10-11 du Code de commerce.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

La note d'information en réponse publiée par la société cible devra comprendre une actualisation des éléments, susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, publiés dans le rapport de gestion.

Par ailleurs, les émetteurs peuvent insérer dans leurs **statuts** certaines dispositions prévoyant la neutralisation des restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote ou au transfert des actions ainsi que la suspension des droits extraordinaires de nomination ou de révocation des dirigeants en cas d'offre publique. Dès la modification des statuts, l'émetteur devra informer l'AMF de l'introduction ou de la suppression de telles clauses statutaires aux fins de mise en ligne sur le site Internet de l'AMF ⁽¹⁾.

3.7.3.3.3 Dépôt (offre amicale)

Lors du dépôt d'une offre publique amicale, **une communication de la cible est obligatoire** en application de la réglementation. Son contenu et ses modalités sont fixés par la réglementation et par une instruction de l'AMF ⁽²⁾.

En cas d'offre publique amicale, dans l'hypothèse où une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant n'est pas requise, **une seule note d'information est établie conjointement par la cible et l'initiateur**. La note d'information conjointe contiendra ainsi les principaux éléments qui doivent figurer dans la note d'information en réponse (voir page 121, 3.7.3.3.6 « Note d'information en réponse »).

À l'inverse, depuis la réforme des offres publiques, lorsque le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance de la société cible, selon le cas, a désigné un expert indépendant en vue de la délivrance d'une attestation d'équité, la note d'information en réponse de la société cible ne peut être établie conjointement avec la note d'information de l'initiateur et fait l'objet d'un dépôt séparé. En outre, depuis la réforme récente du régime de l'expertise indépendante ⁽³⁾ dans le cadre des offres dites « de fermeture » ⁽⁴⁾, l'expiration d'un délai incompressible de quinze jours de négociation devra dorénavant s'écouler entre la date de dépôt de la note d'information par l'initiateur et la remise du rapport de l'expert indépendant et, corrélativement, le dépôt de la note en réponse par la société cible. En outre, dans le cadre de toute offre publique, l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport, qui ne peut pas être inférieur à vingt jours de négociation.

3.7.3.3.4 Dépôt (offre inamicale)

En cas de dépôt d'une offre publique inamicale, il semble nécessaire, **pour la société cible, de publier un communiqué de presse** afin d'informer le marché sur le

caractère non sollicité de l'offre. Le communiqué de presse devrait être publié rapidement à compter du dépôt de l'offre et, dans la mesure du possible, le jour du dépôt de l'offre. Dans ce communiqué, la cible indiquera le caractère non sollicité de l'offre publique et pourra également, si elle le souhaite, communiquer la date de la réunion du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance appelé à se prononcer sur l'offre publique. Les mêmes règles détaillées dans le paragraphe ci-dessus relativement au rapport de l'expert indépendant dans le cadre des offres amicales sont transposables *mutatis mutandis* aux offres publiques inamicales.

Rappelons que depuis la loi Florange, sauf réinsertion du principe de neutralité dans les statuts (C. com., art. L. 233-33, III), le Conseil d'administration ou le Directoire, après autorisation du Conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société (C. com., art. L. 233-32).

3.7.3.3.5 Avis du Conseil de la cible

Lors du dépôt d'une offre publique, la société cible peut, dès la publication du communiqué de l'initiateur et au plus tard lors de la publication de la note en réponse, publier un communiqué de presse de son Conseil d'administration ou de son Conseil de surveillance.

Ce communiqué de presse comprend l'avis motivé du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance **sur l'intérêt et/ou les risques de l'offre et sur ses conséquences pour la société cible, ses actionnaires et ses salariés**. Il comprend également la mention des conditions d'obtention de cet avis (membres absents, existence d'opinions divergentes, etc.). Le cas échéant, le communiqué de presse diffusé par la société cible mentionne les conclusions du rapport de l'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration ou le Conseil de surveillance de la cible, selon le cas, aux fins de délivrer une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre. Ce communiqué de presse doit également, s'il y a lieu, mentionner les **conclusions de l'avis du Comité social et économique** (ancien Comité d'entreprise) sur le projet d'offre.

Lorsque ce communiqué est publié préalablement à la remise du rapport de l'expert indépendant ou l'avis du comité social et économique de la société, la société cible publie un nouveau communiqué, dès la publication de ce rapport ou dès cet avis, qui mentionne les conclusions du rapport de l'expert indépendant et fait connaître l'avis motivé du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance ainsi que les conclusions de l'avis du Comité social et économique ⁽⁵⁾.

(1) Article 262-1 du Règlement général de l'AMF.

(2) Instruction AMF n° 2006-07, Offres publiques d'acquisition, mise à jour le 29 avril 2021.

(3) À la suite d'une consultation publique lancée par l'AMF en septembre 2019, le Règlement général de l'AMF, l'instruction AMF n° 2006-08 sur l'expertise indépendante, la recommandation AMF n° 2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières et l'instruction AMF n° 2006-07 sur les offres publiques d'acquisition ont été amendés en février 2020 et la dernière mise à jour a été effectuée le 29 avril 2021.

(4) Les offres de « fermeture » sont les offres initiées par un actionnaire détenant préalablement à l'offre plus de 50 % du capital ou droits de vote de la société cible.

(5) Article 231-17 du Règlement général de l'AMF.

Cette communication est facultative pour la société cible et s'effectue à son entière discrétion.

3.7.3.3.6 Note d'information en réponse

La publication d'une note d'information en réponse est **obligatoire** en application de la réglementation des offres publiques et par l'instruction n° 2006-07 de l'AMF. Son contenu et les modalités de sa diffusion sont fixés par la réglementation. La note d'information en réponse doit notamment mentionner ⁽¹⁾, s'il y a lieu, (i) l'avis du Comité social et économique (CSE) de la société cible, (ii) le rapport de l'expert-comptable réalisé pour le compte du CSE et (iii) les mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la société cible a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre.

Si, postérieurement à la publication de la note d'information en réponse, la société cible met en œuvre ou décide de mettre en œuvre des mesures nouvelles susceptibles de faire échouer l'offre, la société cible publie un communiqué pour en informer le marché.

Le projet de note d'information en réponse doit en principe être déposé auprès de l'AMF **au plus tard cinq jours de Bourse après la publication de la déclaration de conformité de l'offre par l'AMF**. Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de la réglementation, la société cible doit déposer le projet de note d'information en réponse au plus tard vingt jours de Bourse suivant le dépôt de l'offre. Dans le cadre des offres de « fermeture », dans lesquelles l'offre est initiée par un actionnaire détenant plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la société cible, la note en réponse ne peut être déposée avant l'expiration d'un délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de la note d'information par l'initiateur. Il semble que la pratique soit la suivante :

- **la « règle des 15 jours » s'applique uniquement aux offres déposées** par un actionnaire **détenant déjà**, directement ou indirectement, seul ou de concert, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée (RG AMF art. 233-1, 1°) ;
- **elle ne s'applique pas aux offres déposées** par un actionnaire **venant à détenir** directement ou indirectement, seul ou de concert, **après acquisition** la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée (RG AMF art. 233-1, 2°).

Dans les cas où le Comité social et économique des sociétés concernées doit être informé et consulté, le projet de note d'information en réponse doit être déposé auprès de l'AMF à la plus tardive des dates suivantes : (i) lorsqu'un expert indépendant est désigné, au plus tard vingt jours de Bourse suivant le dépôt de l'offre, et (ii), dans les autres cas, au plus tard quinze jours de Bourse suivant le dépôt de l'offre ⁽²⁾.

Dès son dépôt auprès de l'AMF, le projet de note d'information en réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de la société cible et auprès des organismes chargés d'assurer le service financier des titres de la société cible. Le projet de note d'information en réponse est également publié sur le site de la société cible et sur le site de l'AMF.

La note d'information en réponse définitive est diffusée au public après l'obtention du visa de l'AMF.

La note d'information en réponse définitive de l'initiateur doit être soit publiée dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, soit tenue gratuitement à la disposition du public au siège de la société cible et auprès des organismes chargés d'assurer le service financier de ses titres (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 14 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021*).

Lorsque la note d'information en réponse définitive n'est pas publiée dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, la société cible doit soit publier un **résumé de la note d'information** dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, soit procéder à la diffusion d'un communiqué, selon des méthodes permettant d'en assurer la diffusion effective et intégrale, précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information en réponse définitive.

La note d'information en réponse définitive est mise en ligne sur le site de l'AMF. ⁽³⁾

3.7.3.3.7 Document d'information relatif aux caractéristiques de la cible

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société cible ne sont pas intégrées dans la note d'information en réponse, mais publiées dans un **document d'information séparé** qui ne fait pas l'objet d'un visa de l'AMF. Le document d'information relatif aux caractéristiques de la cible doit être déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public dans les mêmes conditions que la note d'information en réponse, au plus tard le jour précédant l'ouverture de l'offre. Lorsque la société cible publie un URD, ce document d'information consistera pour l'essentiel en une actualisation des informations contenues dans l'URD.

3.7.3.3.8 Événement en cours d'offre

En cas de survenance d'un événement en cours d'offre dont elle a connaissance, **la société cible apprécie** la nécessité ou l'opportunité, selon le cas, de procéder à la diffusion d'un communiqué de presse au regard de l'impact de cet événement sur l'offre et/ou sur le cours de Bourse de la cible.

(1) Article 231-26 du Règlement général de l'AMF.

(2) Article 231-26 du Règlement général de l'AMF.

(3) Article 231-27 du Règlement général de l'AMF.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Si la société cible estime qu'une communication au marché est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse diffusé par la cible devrait être publié dès la survenance de l'événement et comprendre une description de l'événement ainsi qu'une explication de ses impacts sur le déroulement et/ou l'appréciation de l'offre.

3.7.3.3.9 Organisation de transactions alternatives (« Chevalier blanc »)

Lorsque la société cible organise des transactions alternatives, la diffusion d'un **communiqué de presse** est nécessaire dès lors que les termes de la transaction alternative ont été **arrêtés entre la cible et le « Chevalier blanc »**. Le communiqué de presse doit être transmis par la cible à l'AMF préalablement à sa diffusion.

Le communiqué de presse diffusé par la cible devrait comprendre une description du contenu de l'accord conclu entre la société cible et le « Chevalier blanc » ainsi qu'une explication portant sur l'intérêt que présente l'offre concurrente pour la cible et ses actionnaires par rapport à l'offre initiale.

3.7.3.3.10 Offre publique concurrente

En cas de dépôt d'une offre publique concurrente, la publication d'un **communiqué de presse par la cible** est obligatoire en application de la réglementation. Le contenu et les modalités de diffusion de ce communiqué de presse sont fixés par la réglementation.

Lorsque l'offre concurrente est effectuée en conciliation avec la cible, la communication de la société cible peut être effectuée conjointement avec celle de l'initiateur de l'offre concurrente.

Le communiqué de presse diffusé par la cible précise l'avis motivé du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance sur l'offre concurrente. Cet avis portera sur l'intérêt ou les risques que présente l'offre concurrente ainsi que sur les conséquences de l'offre concurrente pour la société, pour les actionnaires et pour les salariés.

Le communiqué de presse de la société cible doit être publié, selon des modalités permettant d'en assurer la diffusion effective et intégrale, dès la prise de décision de la cible et après avoir été transmis au préalable à l'AMF.

3.7.3.3.11 Surenchère

En cas de surenchère, **la publication d'un communiqué de presse par la cible est obligatoire** en application de la réglementation. Le contenu et les modalités de ce communiqué de presse sont fixés par la réglementation.

Le communiqué de presse diffusé par la cible précise l'avis motivé du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance sur la surenchère.

Cet avis portera sur **l'intérêt ou les risques que présente la surenchère** ainsi que sur les **conséquences de la surenchère pour la société, pour les actionnaires et pour les salariés**. Le communiqué de presse de la société cible doit être publié, selon des modalités permettant d'en assurer la diffusion effective et intégrale, dès la prise de décision de la cible et après avoir été transmis au préalable à l'AMF.

3.8 OPÉRATIONS FINANCIÈRES

3.8.1 OBLIGATIONS LIÉES À L'OFFRE AU PUBLIC DE TITRES FINANCIERS

Constituent une **offre au public de titres financiers** au sens de l'article 2 d) du Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017, auquel renvoie l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier :

- la communication adressée à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;
- le placement de titres financiers par des intermédiaires financiers.

Un certain nombre de dispenses et exemptions à ce régime sont prévues aux articles 1 et 3 du Règlement (UE) 2017/1129, L. 411-2 et L. 411-2-1 du Code monétaire et financier, et 211-2 du Règlement général de l'AMF.

D'ailleurs, depuis l'adoption du **Listing Act** (Règlement (UE) 2024/2809), le seuil d'exemption de l'obligation d'établir un prospectus a été relevé à 12 millions d'euros par émetteur ou offreur sur 12 mois. Ce seuil entre en vigueur le 5 juin 2026, sauf choix d'un seuil dérogatoire national (1).

En complément du Règlement (UE) 2017/1129, la Commission européenne a adopté en 2019 deux Règlements délégués qui complètent la réglementation applicable en ce qui concerne :

- la forme, le contenu, l'examen et l'approbation des prospectus (Règlement délégué (UE) 2019/980 du 14 mars 2019) ;

(1) AMF, Le Listing Act : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens, 3 décembre 2024.

- les informations financières clés qui doivent être intégrées dans le résumé, la publication et le classement des prospectus, les communications à caractère promotionnel, les suppléments au prospectus, la publication et le portail de notification (Règlement délégué (UE) 2019/979 du 14 mars 2019).

L'ESMA a publié en mars 2021 des orientations relatives aux obligations d'information dans le cadre du Règlement Prospectus ⁽¹⁾, lesquelles visent à aider les émetteurs à se conformer aux obligations d'information établies par le Règlement délégué (UE) 2019/980 qui complète le Règlement Prospectus. Elles concernent à la fois la présentation des émetteurs et des titres financiers, objet du prospectus.

Le Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers regroupe l'ensemble de la réglementation en vigueur ainsi que la doctrine de l'AMF et de l'ESMA applicable ⁽²⁾.

De manière générale, une offre au public de titres financiers nécessite la publication d'un document (prospectus) destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération. Ce document est rédigé en français ou, dans les cas définis par le Règlement général de l'AMF, dans une autre langue usuelle en matière financière. Il comprend en principe un résumé et doit être accompagné, le cas échéant, d'une traduction du résumé en français.

Le **Listing Act** permet également l'incorporation directe par référence d'informations financières postérieures sans publication de supplément, pour les émissions « *wholesale* » destinées à des investisseurs qualifiés ⁽³⁾.

Le Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017, qui est entré en vigueur le 21 juillet 2019, a notamment pour objectif de rationaliser ce résumé, qui désormais ne doit pas dépasser **sept pages de format A4** et peut être augmenté de trois pages supplémentaires pour y substituer de façon identifiée les éléments du DICI (document clé d'information) de la réglementation PRIIPs ⁽⁴⁾. En outre, le résumé ne peut comporter plus de **quinze facteurs de risques**, incluant ceux qui sont « spécifiques » à l'émetteur, aux valeurs mobilières et, le cas échéant, au garant, et « les plus pertinents » pour une décision éclairée de l'investisseur.

Les facteurs de risques doivent également être présentés de manière sélective dans le prospectus selon le Règlement Prospectus 3, dont l'un des objectifs était de mettre un terme à une pratique de présentation exhaustive des facteurs de risques qui permettait à l'émetteur de limiter sa

responsabilité. Les facteurs de risques doivent ainsi :

- être limités aux seuls risques qui sont **spécifiques à l'émetteur** et/ou aux valeurs mobilières et qui sont importants pour la prise d'une décision d'investissement ;
- être **hiérarchisés** en fonction de leur probabilité de matérialisation et de l'ampleur estimée de leur impact négatif ;
- être présentés dans un **nombre limité de catégories** en fonction de leur nature.

En complément, **l'ESMA a publié douze orientations** à destination des autorités nationales (dont l'AMF) sur l'intégration des facteurs de risques dans le prospectus des émetteurs ⁽⁵⁾. Selon ces orientations (qui n'ont pas été mise à jour à la suite du *Listing Act*) :

- la communication doit permettre d'établir un lien clair et direct entre le facteur de risque et l'émetteur ou les titres ;
- cette communication doit faire ressortir l'importance d'un facteur de risque et son impact potentiel ; seuls les risques les plus importants doivent être présentés en premier dans chaque catégorie de facteurs de risques ;
- les facteurs de risques doivent être présentés de manière ciblée et concise ;
- l'AMF doit vérifier la cohérence d'ensemble de l'information incluse dans le prospectus (importance et spécificité des facteurs de risques) ;
- elle doit s'assurer que les facteurs de risques sont présentés dans différentes catégories en fonction de leur nature ;
- elle doit également s'assurer, lorsque le prospectus comprend un résumé, de la cohérence entre la présentation des facteurs de risques dans le résumé et le prospectus.

L'ESMA a pour objectif que le nombre de dix catégories et sous-catégories dans le prospectus soit un maximum. Or le nombre total de facteurs de risques mentionnés dans le résumé ne peut pas être supérieur à quinze (article 7, paragraphe 10 du Règlement Prospectus). L'émetteur devra donc d'être attentif à l'articulation entre cette exigence de quinze facteurs de risques maximum dans le résumé et l'exigence de dix catégories et sous-catégories de facteurs de risques maximum dans le corps du prospectus.

L'AMF précise également que seuls les risques spécifiques à l'émetteur et/ou aux valeurs mobilières et qui sont importants pour la prise d'une décision d'investissement doivent être inclus dans le prospectus. Cette « spécification » du risque correspond à une **« personnalisation » du risque au périmètre de l'émetteur** ⁽⁶⁾.

(1) ESMA, Orientations relatives aux obligations d'information dans le cadre du Règlement Prospectus, 4 mars 2021, ESMA 32-382-1138.

(2) AMF, position-recommandation n° 2020-06, modifiée le 28 juillet 2023.

(3) AMF, *Le Listing Act : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens*, 3 décembre 2024.

(4) Article 8.3 du Règlement (UE) n° 1286/2014, 26 novembre 2014, sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

(5) ESMA 31-62-1293 FR, 1^{er} octobre 2019.

(6) AMF, rapport annuel 2019, page 70.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Le Règlement (UE) 2017/1129 prévoit également que les émissions secondaires de valeurs mobilières fongibles avec des valeurs mobilières existantes émises précédemment ou de titres autres que de capital par des émetteurs dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé depuis au moins dix-huit mois bénéficient d'un régime d'information simplifié et allégé se focalisant sur les informations pertinentes dans le contexte de la nouvelle émission.

Depuis le 4 décembre 2024, le **seuil de dilution** permettant d'exonérer de prospectus ces émissions a été **relevé à 30%**, contre 20% auparavant ⁽¹⁾.

Il convient de préciser que le Règlement Prospectus 3 a mis en place également, depuis le 21 juillet 2019, un **document d'enregistrement universel** qui permet aux entreprises de bénéficier d'une **procédure accélérée d'approbation (cinq jours)** lorsqu'elles intègrent ce document dans un prospectus (voir page 93, 3.5 « Document d'enregistrement universel »).

En outre, ce même Règlement, dont la majorité des dispositions sont applicables depuis juillet 2019, prévoit l'établissement d'un **prospectus simplifié**, appelé « prospectus de croissance de l'Union », établi sur la base de versions allégées pour les documents d'enregistrement et les notes d'opérations, et ce sous forme de réponses à un questionnaire standardisé, pour les PME cotées sur les marchés non réglementés (dont les nouveaux « marchés de croissance des PME ») ⁽²⁾ et pour les petites offres de sociétés non cotées. Sans préjudice des informations à communiquer au titre de la réglementation Abus de marché, **un document d'information allégé de 11 pages maximum**, au contenu normé, peut également être utilisé sans visa de l'AMF. Il est simplement déposé et publié à l'occasion de l'offre ⁽³⁾.

Le **Listing Act**, adopté en 2024 et modifiant les Règlements Abus de marché et Prospectus, vise à accroître le nombre d'introductions en Bourse sur les marchés de croissance des PME et à permettre aux émetteurs cotés sur ces marchés d'attirer davantage les investisseurs.

Par exception, certaines dispositions du Règlement (UE) n° 2017/1129 relatives aux **cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus** s'appliquent **depuis le 20 juillet 2017** ⁽⁴⁾.

En outre, des dispositions relatives aux **seuils nationaux** en dessous desquels **une offre au public n'est pas soumise à l'établissement d'un prospectus** sont entrées en vigueur le 21 juillet 2018 :

- relèvement du seuil de déclenchement de l'obligation d'établir un prospectus en cas d'offre au public à 8 millions d'euros (contre 5 millions d'euros auparavant) sur douze mois ⁽⁵⁾ ;
- création, pour les **offres « directes »** de titres non cotés non soumises au prospectus, d'un régime d'information *ad hoc* reposant sur un **document d'information simplifié** ⁽⁶⁾. Une instruction de l'AMF précise les modalités (i) de présentation de ces informations sous la forme d'un document d'information synthétique, ou « DIS », dont le modèle est présenté en annexe 2 ; (ii) de transmission de ce document aux investisseurs et son accessibilité sur le site Internet éventuel de l'émetteur ; et (iii) de dépôt de ce document à l'AMF par courriel ⁽⁷⁾. Les émetteurs doivent déposer ce DIS (et l'ensemble de la communication à caractère promotionnel), préalablement au début de l'offre, sous un format électronique consultable par courrier électronique à l'adresse **depotdis@amf-france.org**.

Depuis l'entrée en vigueur, le 25 mars 2016, du Règlement délégué (UE) 2016/301 de la Commission du 30 novembre 2015 ⁽⁸⁾, les prospectus et les pièces jointes, ou tous les autres documents établis en dispense de prospectus, doivent être déposés **sous format électronique**. À cet égard, l'instruction AMF n° 2019-21 relative aux modalités de dépôt et de publication du prospectus et mise à jour le 11 février 2025 fixe un cadre pour le dépôt électronique des documents d'enregistrement universels et des pièces et mises à jour qui s'y rapportent. Le dépôt du prospectus se fait sur un extranet (« ONDE »).

Notons que l'ESMA a récemment publié un communiqué concernant les **informations extra-financières** à publier dans le cadre de prospectus ⁽⁹⁾ sur le fondement de l'article 6, § 1 du Règlement prospectus indiquant que ce dernier doit inclure toute information nécessaire et pertinente. Les informations à publier seront ainsi fondées sur la « matérialité financière ». Les informations publiées au titre du reporting de durabilité (dans la DPEF ou, dans à compter de l'entrée en vigueur de la CSRD, dans le rapport de durabilité) ne seront ainsi reprises que si elles revêtent un caractère significatif pour un investisseur.

(1) AMF, *Le Listing Act : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens*, 3 décembre 2024.

(2) En octobre 2019, Euronext Growth a acquis le statut de « marché de croissance des PME ».

(3) AMF, *Le Listing Act : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens*, 3 décembre 2024.

(4) Voir Partie 2, Section 9 « Opérations Financières – Augmentation de capital et autres émissions de titres donnant accès au capital – Émission de titres de capital ou donnant accès au capital sans prospectus ».

(5) Article 211-2 du Règlement général de l'AMF.

(6) Chapitre II *bis* du Titre II du Livre II du RG AMF.

(7) Instruction AMF DOC-2018-07 sur les informations à fournir aux investisseurs dans le cadre d'une offre ouverte au public d'un montant inférieur à 8 millions d'euros, 19 juillet 2018.

(8) Ce Règlement délégué complète la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil (Directive Prospectus) par des normes techniques de réglementation relatives à l'approbation et à la publication du prospectus ainsi qu'à la diffusion de communications à caractère promotionnel, et modifie le Règlement (CE) n° 809/2004 (dit Règlement Prospectus).

(9) ESMA, *Public statement on Sustainability disclosure in prospectuses*, 11 juillet 2023.

3.8.2 AUGMENTATION DE CAPITAL ET AUTRES ÉMISSIONS DE TITRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL

3.8.2.1 Augmentation de capital par offre au public : prise de décision par les organes sociaux compétents

En amont de la réalisation d'une augmentation de capital par offre au public, lors de l'adoption par les organes sociaux compétents de l'émetteur de la décision d'augmenter son capital social, il peut arriver que l'émetteur procède à une communication immédiate au marché en fonction de la nature, du montant et/ou du caractère stratégique de l'opération.

Dans cette hypothèse, le **communiqué de presse** diffusé par l'émetteur indiquera généralement le montant envisagé de l'augmentation de capital, décrira les principales caractéristiques des titres et de l'opération, et précisera le calendrier prévisionnel de l'opération.

3.8.2.2 Augmentation de capital par offre au public : réalisation de l'opération

Lors d'une émission par offre au public, une communication au marché est obligatoire en application de la réglementation. Son contenu et ses modalités sont fixés par la réglementation.

Sous réserve des cas de dispenses (*infra*), un **prospectus** soumis au visa de l'AMF doit être établi par l'émetteur. Il ne peut être diffusé avant obtention du visa et doit être diffusé au plus tard à l'ouverture de la souscription.

Le prospectus est mis en ligne sur le site de l'AMF et sur le site de l'émetteur.

L'émetteur doit également publier un **résumé du prospectus** dans un ou plusieurs journaux de diffusion nationale ou de large diffusion ou, alternativement, publier un **communiqué** qui précise les modalités de mise à disposition du prospectus (*un exemple de communiqué de presse figure en annexe 9 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021*).

En pratique, au-delà de la communication obligatoire au titre de la réglementation, l'émetteur communique également au sujet de l'émission par l'organisation de divers événements de communication tels des **réunions d'analystes et des roadshows**.

Par ailleurs, à l'issue de l'augmentation de capital, l'émetteur publie en général un communiqué présentant les résultats définitifs de celle-ci, comprenant notamment le nombre d'actions émises et le montant levé.

3.8.2.3 Augmentation de capital par offre au public : cas particulier des opérations transfrontalières

En cas d'augmentation de capital par offre au public réalisée sur le territoire de plusieurs États, les obligations d'information que devra respecter l'émetteur dépendront de la **réglementation applicable dans chacun des pays concernés**.

Au plan européen, le Règlement Prospectus facilite cependant la réalisation d'opérations transfrontalières avec offre au public réalisées sur le territoire de plusieurs États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), en instaurant un mécanisme de reconnaissance mutuelle du visa apposé par l'autorité de régulation compétente sur le prospectus établi par l'émetteur.

Ainsi, le prospectus établi par un émetteur dont le siège social est situé en France pour la réalisation d'une augmentation de capital pourra, une fois visé par l'AMF, être valablement utilisé pour effectuer une offre au public sur le territoire d'autres États membres de l'Union européenne ou de l'EEE, sous réserve de la délivrance préalable par l'AMF, aux autorités de régulation des États concernés, d'un certificat d'approbation attestant que le prospectus a bien été établi conformément aux dispositions du Règlement Prospectus.

3.8.2.4 Augmentation de capital réservée à un tiers (*Private Investment in Public Equity : PIPE*)

En cas d'augmentation de capital ou d'émission de titres donnant accès au capital réservées à des tiers, **une communication au marché par l'émetteur apparaît nécessaire**.

Un communiqué de presse devrait être publié dès la signature de l'accord avec le tiers. Le communiqué de presse devrait indiquer le montant envisagé de l'émission et de la prime d'émission et décrire les principales caractéristiques de l'opération et des titres émis. Il devrait également faire état du nom du bénéficiaire et de la dilution des actionnaires existants résultant de l'opération et expliquer les motifs de l'émission.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS FINANCIÈRES

3.8.2.5 Augmentation de capital *via* un programme d'*equity line* ou Programme d'Augmentation de Capital par Exercice d'Options (PACEO)

En cas de montages financiers consistant en des augmentations de capital réalisées en plusieurs fois et étalées dans le temps au profit d'un intermédiaire financier qui ne souscrit les actions émises que dans le but de les céder rapidement sur le marché, l'émetteur doit préalablement informer le marché du fait que l'augmentation de capital qui résultera d'un tel montage a vocation à être, pour l'essentiel, financée in fine par le marché. Il doit également établir un **prospectus**, sauf dérogation.

L'émetteur devra également informer le marché par voie de **communiqué** de la conclusion du contrat en précisant ses principales caractéristiques et les objectifs poursuivis au vu de la situation financière de la société, et, le cas échéant, en cas de modification de l'une des modalités significatives du contrat en cours de réalisation.

Un **avertissement** (encart type) devra désormais figurer en tête des communiqués sur les spécificités des titres émis, les risques de forte pression baissière sur le cours de l'action et de perte de capital investi, ainsi que le risque d'une forte dilution en raison du grand nombre de titres émis.

Enfin, l'AMF recommande de publier dans un délai raisonnable après chaque tirage un communiqué afin d'indiquer le montant dudit tirage, le prix d'émission, le nombre de titres émis et la dilution engendrée par l'émission.

L'AMF recommande également aux émetteurs d'établir un **prospectus d'admission** dès la conclusion du contrat d'*equity line*, si celui-ci prévoit un nombre d'actions à créer supérieur à 20 % du capital, afin de faire en sorte que le marché soit dûment informé de la globalité de l'opération concernée ainsi que de la dilution potentielle subséquente⁽¹⁾.

Notons que les demandes de tirages sur une *equity line* sont susceptibles de constituer une information privilégiée⁽²⁾.

3.8.2.6 Augmentation de capital réservée aux salariés adhérents d'un Plan d'Épargne Entreprise (PEE)

En cas d'augmentation de capital réservée aux salariés, **une communication au marché par l'émetteur paraît nécessaire**.

Le communiqué de presse devrait être publié à l'issue de l'Assemblée générale décidant de l'augmentation de capital réservée aux salariés.

Le communiqué de presse diffusé par l'émetteur devrait indiquer le montant envisagé de l'émission, la dilution des actionnaires de l'émetteur résultant de l'opération, la décote offerte aux salariés et le pourcentage du capital de l'émetteur détenu par les salariés.

3.8.2.7 Émission de titres de capital ou donnant accès au capital sans prospectus

Certaines émissions de titres de capital ou donnant accès au capital peuvent être réalisées sans prospectus alors même qu'elles se font par offre au public, par exemple lorsqu'elles concernent des **actions émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises**, si l'émission de ces nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital de l'émetteur⁽³⁾.

Il est également rappelé que depuis le 21 juillet 2018, l'obligation d'établir le prospectus est écartée pour les **offres au public de valeurs dont le montant total dans l'Union européenne est inférieur à 8 millions d'euros sur une période de douze mois glissants**. Le **Listing Act** prévoit un **relèvement à 12 millions d'euros du seuil de dispense de prospectus** à l'échelle de l'Union, avec application à compter de juin 2026 mais les États membres peuvent opter pour un seuil plus bas.

Toutefois, les émetteurs doivent présenter a minima certaines informations à l'occasion des communiqués annonçant ces opérations.

Il s'agit notamment de **préciser** la nature de l'opération, le type d'offre, son cadre juridique, le montant, les raisons de l'émission, l'utilisation prévue du produit de l'émission et son impact, le nombre de titres émis et le pourcentage de dilution susceptible de résulter de l'émission ainsi que le calendrier prévisionnel de l'opération. Le Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers⁽⁴⁾ ajoute aux informations déjà requises :

- les caractéristiques résumées des titres offerts ;
- le prix de souscription et la décote ;
- une information précise quant à l'utilisation prévue du produit de l'émission et à l'impact, le cas échéant, d'une limitation de celui-ci ou de la non-réalisation de l'opération. Cette information présente notamment, le cas échéant, les impacts de l'opération en termes de gestion du risque de liquidité et d'horizon de financement ;

(1) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(2) AMF, Sanc., 5 juin 2015, SAN 2015-11 et décision de la Cour d'appel de Paris du 24 novembre 2016.

(3) Article 1er, paragraphes 4 et 5, du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 complété par l'article 212-4 du Règlement général de l'AMF.

(4) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

- les risques liés à l'opération ; et
- la répartition du capital (avant et après l'opération) dès lors que cette information est disponible.

L'AMF recommande également aux émetteurs de faire figurer dans leurs communiqués de presse ⁽¹⁾ :

- un renvoi à l'information relative aux principaux risques associés à l'émetteur fournie dans le rapport de gestion ;
- s'il en a été établi un, le document relatif à l'opération d'émission à destination des investisseurs, dans le corps du communiqué ou en annexe, ou l'indication des modalités selon lesquelles toute personne peut se le procurer.

Dans le cas particulier d'une **augmentation de capital non ouverte au public** (dite de « placement privé » ⁽²⁾ ou « réservée à certaines catégories de personnes » ⁽³⁾), souscrite de manière significative par un ou plusieurs (i) actionnaire(s) de référence, (ii) dirigeant(s) ou (iii) investisseur(s) lié(s) (au sens de la norme IAS 24) à ces derniers, l'AMF recommande aux émetteurs de l'indiquer **dans le communiqué présentant le résultat de l'augmentation de capital**, et, plus particulièrement, celui-ci doit contenir ⁽⁴⁾ :

- l'évolution de la répartition du capital de l'émetteur, le cas échéant sous la forme d'un tableau permettant d'identifier notamment les actionnaires de référence, les dirigeants ou les investisseurs liés à ces derniers qui ont souscrit de manière significative à l'opération ;
- la part prise par les actionnaires de référence, les dirigeants ou les investisseurs liés à ces derniers, si elles sont significatives dans l'augmentation de capital ;
- le cas échéant, les raisons (contexte de marché, difficultés financières, etc.) pour lesquelles l'augmentation de capital a été souscrite de manière significative par un ou plusieurs actionnaire(s) de référence, dirigeant(s) ou investisseur(s) lié(s).

En outre, d'autres cas de dispense, relatifs à l'admission aux négociations de titres sur un marché réglementé, prévus par l'article 1 paragraphe 5 du Règlement Prospectus, s'appliquent depuis le 20 juillet 2017, notamment :

- l'admission aux négociations de valeurs mobilières représentant, sur une période de douze mois, moins

de 20 % (contre 10 % auparavant) du nombre de valeurs de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé ; et

- l'admission d'actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres valeurs mobilières ou résultant de l'exercice de droits conférés par d'autres valeurs mobilières si ces actions sont de même catégorie que celles déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé, pour autant qu'elles représentent, sur une période de douze mois, moins de 20 % du nombre des actions admises, sous réserve du cas visé ci-dessus ⁽⁵⁾.

La condition tenant à ce que les actions représentent moins de 20 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché ne s'applique pas :

- si un prospectus a été établi conformément au Règlement ou à la Directive Prospectus 2003/71 lors de l'offre publique ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé des valeurs mobilières donnant accès aux actions ; ou
- si les valeurs mobilières donnant accès aux actions ont été émises avant le 20 juillet 2017.

S'agissant de ces cas de dispense, l'AMF rappelle que ⁽⁶⁾ :

- ils ne concernent que les prospectus d'admission et ne s'appliquent pas aux prospectus relatifs à des offres au public ;
- ils ne concernent que des titres fongibles avec des titres existants ;
- ils permettent uniquement de faire admettre sur un marché réglementé des titres en dispense de prospectus ;
- ils sont cumulables, sauf si ce cumul est susceptible de conduire à un abus ;
- une société qui émettrait des actions et/ou des titres donnant accès au capital de nature à franchir, directement ou par conversion, la limite de 20 % des actions admises en dispense de prospectus sur douze mois glissants devrait établir un prospectus, y compris si l'admission devait résulter d'une conversion à la main d'un investisseur.

(1) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(2) Articles L. 225-136 et L. 22-10-52 du Code de commerce.

(3) Article L. 225-138 du Code de commerce.

(4) Position-recommandation AMF DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(5) Les modalités de calcul des seuils ont été précisées dans la réponse aux questions n° 15.1 à 15.4 des questions/réponses de l'ESMA relatives à la réglementation du prospectus, ESMA 31-62-1258, mises à jour le 3 février 2023.

(6) AMF, dossiers thématiques, sociétés cotées et opérations financières : Information et opérations financières, « Entrée en application le 20 juillet 2017 de certaines dispositions du Règlement Prospectus : l'AMF attire l'attention des sociétés cotées sur un marché réglementé », publié le 19 juillet 2017.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS FINANCIÈRES

3.8.3 CONTRAT DE FINANCEMENT, DETTE ET TITRISATION

3.8.3.1 Conclusion d'un nouveau contrat de financement

En principe, la communication relative aux contrats de financement s'effectue **dans le cadre de l'information périodique** (états financiers et URD).

Par exception, lors de la conclusion d'un nouveau contrat de financement, l'émetteur procédera à une **communication immédiate au marché, dès la conclusion du contrat, si le nouveau financement est significatif au regard de l'évolution de son endettement** (en particulier en ce qui concerne le montant de cet endettement et sa maturité), de l'évolution du coût de l'endettement pour l'émetteur (en particulier le caractère fixe ou variable du coût de l'endettement et son montant), de l'objectif poursuivi par l'émetteur ainsi que des garanties et des sûretés consenties par lui au profit des banques prêteuses.

En toute hypothèse, une communication immédiate au marché paraît nécessaire si l'endettement de l'émetteur constitue un sujet de préoccupation du marché.

En cas de communication immédiate au marché, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur indiquera généralement, au cas par cas, selon l'importance de ces éléments au regard de la situation considérée, les principales caractéristiques du contrat de financement conclu par l'émetteur (montant du contrat de prêt, taux du prêt, échéance du prêt, clauses d'exigibilité anticipée spécifiques dont est assorti le contrat de financement) ainsi que les garanties et les sûretés consenties par l'émetteur au profit des banques prêteuses. Le communiqué de presse pourra parfois également faire état de l'identité des prêteurs, de l'objectif poursuivi par l'émetteur et de l'utilisation des fonds.

3.8.3.2 Émission de dette obligataire par offre au public : décision de procéder à l'émission

Lorsque les organes sociaux de l'émetteur décident d'émettre de la dette obligataire par offre au public, une **communication immédiate** au marché est **facultative** et s'effectue à l'entière discrétion de l'émetteur. Une telle communication, en amont de la réalisation de l'émission, est rare en pratique.

3.8.3.3 Émission de dette obligataire par offre au public : réalisation de l'émission

Au moment de l'émission de la dette obligataire par offre au public, une **communication** au marché est **obligatoire** en application de la réglementation. Son contenu et ses modalités sont fixés par la réglementation.

Un **prospectus** visé par l'AMF est établi par l'émetteur. Le prospectus ne peut être diffusé avant l'obtention du visa et doit être diffusé au plus tard à l'ouverture de la souscription.

Le prospectus est mis en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur celui de l'émetteur. L'émetteur doit également publier un résumé du prospectus dans un ou plusieurs journaux de diffusion nationale ou de large diffusion ou, alternativement, publier un communiqué qui précise les modalités de mise à disposition du prospectus.

3.8.3.4 Émission de dette obligataire : cas particulier des opérations transfrontalières

En cas d'émission de dette obligataire avec offre au public réalisée sur le territoire de plusieurs États, les obligations d'information que devra respecter l'émetteur dépendront de la **réglementation applicable dans chacun des pays concernés**.

Au plan européen, la Directive Prospectus est cependant venue faciliter la réalisation d'opérations transfrontalières avec offre au public réalisées sur le territoire de plusieurs États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), en instaurant un mécanisme de reconnaissance mutuelle du visa apposé par l'autorité de régulation compétente sur le prospectus établi par l'émetteur.

3.8.3.5 Émission de dette obligataire sans offre au public

En principe, la communication relative à l'endettement de l'émetteur s'effectue dans le cadre de **l'information périodique** (états financiers et URD).

Par exception, lors de l'émission de dette obligataire sans offre au public, l'émetteur procédera à une **communication immédiate au marché si l'émission obligataire est d'une importance significative au regard notamment de l'évolution de l'endettement de l'émetteur** (en particulier en ce qui concerne le montant de cet endettement et sa maturité), de l'évolution du coût de l'endettement pour l'émetteur (en particulier le caractère fixe ou variable du coût de l'endettement et son montant), de l'objectif poursuivi par l'émetteur, des garanties et des sûretés consenties par l'émetteur au profit des banques prêteuses et des caractéristiques particulières des titres émis par l'émetteur.

Dans l'hypothèse où l'émetteur procéderait à une communication immédiate au marché, le communiqué de presse devrait être publié par l'émetteur **dès la conclusion d'un accord avec le tiers**. Le communiqué de presse indiquera généralement le montant de l'émission et les principales caractéristiques de l'émission et des titres émis (taux, cas d'exigibilité anticipés spécifiques, etc.). *(Un exemple de communiqué de presse figure en annexe 5 du guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, mis à jour le 6 décembre 2021.)*

3.8.3.6 Non-respect par l'émetteur de *covenants* bancaires

En cas de non-respect par l'émetteur des ratios financiers et/ou des engagements stipulés dans ses contrats de financement, une **communication immédiate** au marché paraît nécessaire lorsque l'impossibilité de respecter lesdits engagements et/ou ratios financiers est certaine.

Toutefois, l'émetteur peut **différer** la communication au marché, sous sa responsabilité, dès lors qu'il existe un **intérêt légitime** et que l'annonce immédiate de sa défaillance est susceptible de lui être préjudiciable, sous réserve toutefois que les conséquences du non-respect des ratios financiers et/ou des engagements stipulés dans les contrats de l'émetteur ne revêtent pas une importance telle que l'absence de communication soit de nature à induire le marché en erreur sur la situation financière de l'émetteur.

Si l'émetteur estime qu'une communication immédiate au marché est nécessaire, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur pourrait indiquer que la société a l'intention de renégocier sa dette.

Depuis le 1^{er} janvier 2025, les émetteurs doivent fournir des **informations supplémentaires sur les engagements financiers** (*covenants*) associés aux passifs non courants, conformément aux modifications apportées à la norme IAS 1 [LV1] et à la norme IFRS 7. Ces informations visent à permettre aux utilisateurs des états financiers de comprendre le risque que les passifs deviennent exigibles dans les douze mois suivant la date de clôture, notamment en cas de non-respect ou de renégociation des *covenants* ^{(1) (2)}.

3.8.3.7 Notation de l'émetteur : amélioration ou dégradation

En cas de modification de la note d'un émetteur, **l'agence de notation ayant procédé à cette modification se charge elle-même** de la publicité de cette notation qui ne relève pas de la responsabilité de l'émetteur si la modification de la note ne constitue pas une information privilégiée (il n'existe pas d'obligation générale de publication, sous réserve d'éventuels engagements contractuels).

En revanche, si la modification constitue une information privilégiée, l'émetteur doit la rendre publique dès que possible (nous observons à ce titre plusieurs publications dédiées de communiqués de presse annonçant le changement de notation).

Dans tous les cas, il est d'usage d'indiquer les notations dans le DEU, notamment dans les sections relatives aux risques financiers ou informations concernant la dette, et de mettre à jour la page dédiée sur son site Internet pour garantir un accès facile à cette information.

3.8.3.8 Renégociation globale de la dette

En principe, la communication relative à l'endettement de l'émetteur s'effectue dans le cadre de **l'information périodique** (états financiers et URD).

Par exception, en cas de renégociation globale de la dette de l'émetteur, l'émetteur procédera à une **communication immédiate** au marché si cette renégociation présente un caractère significatif au regard notamment de l'évolution de l'endettement de l'émetteur (en particulier en ce qui concerne le montant de cet endettement et sa maturité), de l'évolution du coût de l'endettement pour l'émetteur (en particulier caractère fixe ou variable du coût de l'endettement et son montant), de l'objectif poursuivi par l'émetteur et des garanties et des sûretés consenties par lui au profit des banques prêteuses.

Si l'émetteur estime qu'une communication au marché est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse de l'émetteur devrait être diffusé soit **dès le début de la renégociation**, si cette renégociation est nécessaire afin d'éviter la cessation des paiements de l'émetteur, soit **à l'issue de la renégociation**, si la renégociation n'était pas nécessaire pour éviter la cessation des paiements de l'émetteur. Dans ce cas, la communication au marché pourrait toutefois être **différée** par l'émetteur, dès lors qu'une communication immédiate au marché serait susceptible de **précipiter la cessation des paiements** de l'émetteur ou de faire obstacle à la réussite de la renégociation de la dette, à la condition que l'absence de communication ne soit pas de nature à induire le marché en erreur sur la situation financière de l'émetteur.

Si l'émetteur estime qu'une communication au marché est nécessaire ou opportune, le communiqué de presse diffusé par l'émetteur devrait indiquer le montant de la dette globale de l'émetteur (actuelle et à l'issue de la renégociation) et la maturité de la dette de l'émetteur. Le communiqué de presse diffusé par l'émetteur pourrait également décrire les principales lignes de financement résultant de la nouvelle structure d'endettement et des coûts associés ainsi que les nouvelles garanties et sûretés consenties dans le cadre de la renégociation. Le communiqué de presse diffusé par l'émetteur pourrait, enfin, préciser l'impact de la renégociation sur ses capitaux propres.

3.8.3.9 Titrisation par offre au public

Lorsque l'émetteur réalise une opération de titrisation et que les parts du fonds commun de créances auquel les créances de l'émetteur ont été cédées font l'objet d'une offre au public, **une communication au marché, dont le contenu et les modalités sont fixés par la réglementation, est obligatoire**. La diffusion d'une note d'information visée par l'AMF constitue, en effet, un préalable à l'émission des parts du fonds commun de créances par offre au public.

(1) ESMA, *European common enforcement priorities for 2024 corporate reporting*, 24 October 2024.

(2) AMF, Arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers, DOC-2024-05, 25 octobre 2024.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

OPÉRATIONS FINANCIÈRES

3.8.3.10 Titrisation sans offre au public

En général, en cas de réalisation d'une opération de titrisation sans offre au public, les émetteurs ne procèdent à une communication au marché que dans l'hypothèse où l'impact de cette titrisation sur la structure du bilan revêt un **caractère significatif**.

3.8.4 INTRODUCTION EN BOURSE (IPO)

3.8.4.1 Définition

Une introduction en Bourse correspond à la **première admission des valeurs mobilières d'une société aux négociations sur un marché réglementé**, réalisée conformément aux règles fixées par l'entreprise de marché et approuvées par l'AMF, ou sur un autre marché dès lors qu'il y a offre au public.

3.8.4.2 En amont de l'introduction

En amont de l'introduction, une communication au marché est facultative et s'effectue à l'entière discrétion du futur émetteur. **Une telle communication est rare en pratique.**

En cas de communication, l'émetteur devra veiller à ce que cette communication reste une **communication institutionnelle** qui ne puisse s'apparenter à une offre au public effectuée préalablement à l'approbation du prospectus par l'AMF.

Par ailleurs, suite aux travaux de l'AMF relatifs à la mise en place d'un nouveau cadre des introductions en Bourse, les analystes financiers des banques introductrices peuvent désormais, par dérogation au principe d'égalité d'information, avoir accès en amont du lancement de l'opération d'IPO à l'information sur l'émetteur, dès lors que la confidentialité de ces informations est assurée (dans le respect des dispositions relatives aux procédures dites de « muraille de Chine » prévues par l'article 315-1 du Règlement général de l'AMF)⁽¹⁾.

L'AMF a publié en juin 2020 une instruction relative à l'accès des analystes financiers aux informations en amont de la publication du prospectus⁽²⁾.

3.8.4.3 Aux différentes étapes de l'introduction

La communication de l'émetteur est **obligatoire** en application de la réglementation. Le contenu et les modalités de cette communication sont fixés par la réglementation boursière (voir page 122, 3.8.1 « Obligations liées à l'offre au public de titres financiers »).

Si tel est le cas, le **communiqué de presse** sera alors généralement publié dès la décision définitive de procéder à la titrisation et décrira les principales caractéristiques de l'opération de titrisation (véhicule de titrisation, nature et volume des créances cédées, etc.) et du financement obtenu (montant, taux, cas d'exigibilité anticipée spécifiques, etc.).

La communication de l'émetteur comprend la **diffusion d'un document d'enregistrement et d'une note d'opération – qui comprend un résumé** – dont le contenu est fixé par le Règlement Prospectus 3, complété de ses Règlements délégués du 14 mars 2019.

Le projet de **document d'enregistrement**, qui doit contenir toutes les informations prévues pour l'établissement du prospectus, hormis celles relatives aux instruments financiers dont la cotation est demandée, doit être déposé auprès de l'AMF **au moins vingt jours de Bourse avant** la date prévue d'approbation du document d'enregistrement. L'approbation du document d'enregistrement est rendue publique par l'AMF. Il est **diffusé dès son approbation par l'AMF**. L'émetteur peut toutefois différer sa publication s'il est capable d'assurer la confidentialité des informations significatives qu'il contient dans l'intervalle.

Le projet de **note d'opération et le résumé** doivent être déposés au plus tard **cinq jours de Bourse avant** la date prévue pour l'approbation du prospectus. La note d'opération comprend les informations relatives aux instruments financiers qui font l'objet de l'opération, des renseignements sur l'opération (calendrier de l'opération, modalités diverses, etc.), un rappel des caractéristiques principales de la société et, le cas échéant, des informations sur son activité et sa situation financière actualisant les données du document d'enregistrement universel.

La note d'opération est diffusable à compter de l'approbation du prospectus dans un délai raisonnable avant le début, ou au plus tard au début, de l'offre au public ou de l'admission à la négociation des valeurs mobilières concernées. Dans le cas d'une première offre au public d'une catégorie d'actions qui est admise à la négociation sur un marché réglementé pour la première fois, la note d'opération, comme l'ensemble des documents composant le prospectus, doit être diffusée **au moins six jours de Bourse avant la clôture de l'opération**⁽³⁾.

Tout fait nouveau susceptible d'affecter l'évaluation des investisseurs, qui surviendrait après l'approbation du document d'enregistrement, doit être inclus dans la note d'opération.

(1) Article 223-10-1 alinéa 2 du Règlement général de l'AMF et position-recommandation DOC-2020-06 – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public et d'admission de titres financiers, du 17 juin 2020, mise à jour le 28 juillet 2023.

(2) Instruction AMF DOC-2020-05 – Accès des analystes financiers, désignés au sein des établissements membres du syndicat, aux informations en amont de la publication du prospectus.

(3) Règlement Prospectus 2017/1129, article 21.

Pendant la période de *black-out* (pratique de marché qui tend à se répandre sous l'influence anglo-saxonne mais ne repose toutefois sur aucune base légale en France, consistant à ce que les membres du syndicat de placement s'obligent à ne pas communiquer à des tiers d'études d'analystes pendant la période qui précède et suit une opération financière lancée par un émetteur), **toute communication au marché relative à l'introduction en Bourse est interdite**, le prospectus (document d'enregistrement et note d'opération) n'ayant par définition pas encore été approuvé par l'AMF.

En pratique, cette période porte généralement sur une période de **deux semaines avant l'opération** et jusqu'à quarante jours après la fixation du prix de souscription. Elle se distingue de la *quiet period* (voir page 43, 3.2.2.4.1 « Définition de la *quiet period* »).

Le document d'enregistrement et la note d'opération sont mis en ligne sur le site de l'AMF et sur le site de l'émetteur.

L'émetteur doit également publier un **résumé** dans un ou plusieurs journaux de diffusion nationale ou de large diffusion, ou, alternativement, publier un communiqué qui précise les modalités de mise à disposition du document d'enregistrement et de la note d'opération.

En pratique, au-delà de l'information requise au titre de la réglementation, l'émetteur communiquera sur l'opération par l'organisation de réunions d'analystes et de *roadshows*.

Le ***Listing Act*** modifie d'ailleurs le **seuil unique d'exemption de prospectus** fixé à 12 millions d'euros par émetteur ou offreur, avec une possibilité pour les États membres d'appliquer un seuil alternatif de 5 millions d'euros. Cette mesure vise à simplifier l'accès des entreprises aux marchés de capitaux ⁽¹⁾.

3.8.4.4 Introduction en Bourse d'une filiale ou d'une activité significative de l'émetteur

En cas d'introduction en Bourse d'une filiale ou d'une activité significative de l'émetteur, une **communication immédiate au marché**, en amont de l'introduction en Bourse, pourrait être nécessaire s'il existe un **rumeur** entraînant une perturbation du cours de l'émetteur (voir page 91, 3.4.4.1 « Rumeurs »).

Dans cette hypothèse, l'émetteur pourrait communiquer, en amont de l'introduction, une description de l'opération, une indication de l'intérêt stratégique de cette introduction en Bourse pour l'émetteur, la place de cotation choisie ainsi que le nombre de titres qu'il est envisagé de placer sur le marché.

Lors de l'introduction en Bourse proprement dite, aux différentes étapes de l'introduction, en application de la réglementation, **une communication au marché est obligatoire**. Son contenu et ses modalités sont fixés par la réglementation (voir *supra*).

En pratique, au-delà de l'information requise au titre de la réglementation, la communication relative à l'opération s'effectuera par l'organisation de réunions d'analystes et de *roadshows*.

(1) AMF, Le *Listing Act* : favoriser l'accès des sociétés aux marchés de capitaux européens, 3 décembre 2024. Article 1.3.

3. Cadre réglementaire et pratiques associées

4.

Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

4.1 Marketing financier et ciblage	134	4.4 Communication financière et numérique	144
4.1.1 Stratégie marketing	134	4.4.1 Conférences téléphoniques <i>via</i> Internet (<i>conference calls</i>) et vidéoconférences	144
4.1.2 Identification de l'actionnariat	134	4.4.2 Retransmission sur Internet (<i>webcast</i>)	144
4.1.3 <i>Corporate access</i>	136	4.4.3 Réseaux sociaux	145
4.2 Relations avec les analystes et les investisseurs institutionnels	137	4.5 Coordination des contenus et des messages	146
4.2.1 Entretiens téléphoniques	137	4.5.1 Cohérence de toutes les communications de l'entreprise	146
4.2.2 Réunion d'information	137	4.5.2 Relations presse	146
4.2.3 Réunions individuelles (<i>one-to-one</i>)	138	4.5.3 Communication interne	146
4.2.4 <i>Roadshows</i>	139	4.6 Remontée de la perception du marché dans l'entreprise	147
4.2.5 Conférences	140	4.6.1 Appréciation du sentiment de marché	147
4.2.6 Journée investisseurs (<i>Investor Day</i>) ou <i>Capital Markets Day</i>	141	4.6.2 Diffusion d'études d'analystes	147
4.2.7 Visites de sites (<i>field trips</i>)	141	4.6.3 Suivi du consensus	147
4.2.8 Valeurs moyennes	141	4.6.4 <i>Feedbacks</i> et enquêtes de perception	148
4.3 Relations avec les actionnaires individuels	142	4.6.5 Veille concurrentielle boursière	148
4.3.1 Communication dédiée	142	4.6.6 Activité sur le marché du titre	148
4.3.2 Contacts téléphoniques et électroniques	142	4.6.7 Information au Conseil d'administration ou au Conseil de surveillance	149
4.3.3 Réunions périodiques	143		
4.3.4 Clubs et Comités consultatifs	143		
4.3.5 Service Titres	143		

Les nouveautés sont identifiées par un texte surligné

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

MARKETING FINANCIER ET CIBLAGE

4.1 MARKETING FINANCIER ET CIBLAGE

4.1.1 STRATÉGIE MARKETING

Le rôle de l'*Investor Relations* ne se limite pas à diffuser, à intervalles réguliers et conformément à la réglementation, une information chiffrée. Il doit également s'efforcer **d'identifier, le plus finement possible, son actionnariat** puis, par une bonne compréhension du fonctionnement des marchés financiers et sa propre connaissance des différents acteurs, être en mesure d'identifier quels seraient les investisseurs les plus **en adéquation avec la stratégie** de l'entreprise – toute modification de cette stratégie entraînant, bien entendu, la réorientation du ciblage de ceux-ci. Cette démarche doit s'inscrire dans le cadre d'une **stratégie marketing proactive**, qui intègre également les sollicitations de la part des investisseurs et qui vise généralement :

- à **diversifier** leur profil chez l'émetteur, qu'il s'agisse du montant de capitaux qu'ils gèrent, de leur stratégie de gestion ou de leur origine géographique ;
- à **équilibrer** la part des actionnaires stables et ceux dont l'horizon d'investissement est à plus court terme afin de contribuer à la liquidité de l'action ;
- à **accompagner** les développements stratégiques (cession ou acquisition de branches, diversifications, montée en puissance d'une activité pouvant influencer sur la valorisation de l'entreprise, etc.) pour adapter le profil d'investisseur souhaité ;

- à **anticiper** des modifications d'actionnariat qui pourraient affecter l'évolution de l'entreprise.

Ceci étant, le déploiement d'une véritable stratégie marketing est intrinsèquement lié à la **taille de l'émetteur** et à **l'importance de son flottant** ; en interne, ces deux éléments conditionnent souvent les ressources allouées à l'*Investor Relations* (taille de l'équipe, budget, etc.) ainsi que la disponibilité du management pour rencontrer la communauté financière (fréquence des rencontres, niveau des interlocuteurs, etc.) ; à l'externe, et d'autant plus dans le **contexte de MiFID 2** ⁽¹⁾, ces facteurs influenceront largement la couverture du titre par les analystes, c'est-à-dire le nombre de bureaux de recherche et sociétés de Bourse suivant la valeur ainsi que la qualité de ce suivi. En effet, certaines valeurs dont la capitalisation est jugée trop faible pour être rentable sont suivies, dans le meilleur des cas, par des analystes généralistes et non des spécialistes du secteur. **Dans une entreprise *small cap*, l'implication des dirigeants est plus importante car les investisseurs souhaitent les rencontrer directement.** Enfin, les « petites » valeurs sont moins susceptibles d'attirer l'intérêt d'investisseurs étrangers, qui se limitent souvent à un suivi des grandes valeurs présentes dans les indices phares, à l'exception des entreprises leaders de leur marché ou présentes sur des niches suscitant un intérêt particulier, telles que les nouvelles technologies.

4.1.2 IDENTIFICATION DE L'ACTIONNARIAT

L'identification des actionnaires sera plus ou moins facile selon que les titres sont principalement inscrits au **nominatif** (c'est-à-dire dont les détenteurs sont connus de l'émetteur) ou au **porteur** (les titres étant inscrits en compte, au nom de l'actionnaire, chez un intermédiaire financier habilité, celui-ci est le seul à connaître le nom du porteur).

La Directive européenne 2017/828 du 17 mai 2017 sur les droits des actionnaires affirme le droit pour toute société cotée de connaître ses actionnaires. En application de cette Directive, l'article L. 228-2 du Code de commerce tel que modifié par la loi Pacte, dispose que toute société, peut prévoir dans ses statuts, qu'elle

est en droit de demander, à tout moment et contre rémunération à sa charge, que les informations concernant les propriétaires de ses actions et des titres au porteur conférant immédiatement ou à terme le droit de vote dans ses propres assemblées d'actionnaires soient transmises à la société. La demande d'informations peut être faite par un tiers désigné, par la société émettrice, à l'effet de recueillir les informations et de les lui transmettre. Elle peut être adressée aux intermédiaires suivants : à un dépositaire central, aux intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier, aux intermédiaires inscrits dans les conditions prévues à l'article L. 228-1 du Code de commerce, ou à toute autre

(1) La Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF 1 ou *Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID) de 2007 a instauré au niveau européen un cadre réglementaire régissant l'exécution organisée des transactions des investisseurs par les Bourses, les autres plateformes de négociation et les entreprises d'investissement. À ce titre, elle met en place, entre autres, un agrément unique pour les entreprises d'investissement afin de leur permettre de travailler dans toute l'Union européenne avec un minimum de formalités tout en renforçant la protection des clients. En mai 2014, les législateurs européens ont adopté un nouveau cadre MIF 2 pour les marchés d'instruments financiers (sous la forme d'une Directive révisée « MiFID 2 » et d'un Règlement « MiFIR » – *Markets in Financial Instruments Regulation*). Ces deux textes se substituent à l'ancienne Directive MIF de 2007. MiFIR est entré en application le 3 janvier 2017, MiFID 2 le 3 janvier 2018. Les principaux apports de MIF 2 à l'ancien cadre MIF 1 sont en lien avec la gouvernance des produits, les avantages et rémunérations des acteurs, la notion de « conseil indépendant », la structure de marché et la transparence, la publication et le *reporting* des transactions, le *trading* haute fréquence et le *trading* algorithmique, et les produits financiers liés aux matières premières.

personne établie hors de France qui fournit des services d'administration ou de conservation d'actions ou de tenue de comptes-titres au nom de propriétaires de titres ou d'autres intermédiaires. Dans les sociétés dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un Etat membre de l'Union européenne, cette faculté est de droit, toute clause statutaire contraire étant réputée non écrite.

Un décret du 27 novembre 2019 entré en vigueur le 29 novembre 2019 ⁽¹⁾ précise les **informations à fournir sur les propriétaires de titres** : identifiant unique de l'actionnaire, nom de l'actionnaire, rue et numéro, code postal, ville, pays, code postal de la boîte postale, numéro de la boîte postale, adresse électronique, type de détention d'actions, nombre d'actions détenues par l'actionnaire auprès de l'intermédiaire auteur de la réponse ; en cas de demande expresse de la société émettrice ou de son mandataire, date de début de la détention d'actions ou les catégories ou classes des actions détenues par chaque actionnaire ; s'il y a lieu, en cas de demande expresse de la société émettrice ou de son mandataire, nom du tiers désigné par l'actionnaire et identifiant unique du tiers désigné par l'actionnaire ; en cas de demande expresse de la société émettrice et sous réserve de la disponibilité des informations chez la personne interrogée : la nationalité, l'année de naissance ou l'année de constitution, le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés autres que celles directement attachées à la personne du titulaire de ces titres ; le Code indiquant l'activité principale, le caractère professionnel ou non au sens de l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier des propriétaires de titres, et, lorsque le titre est une part ou une action d'un OPC, la dénomination et le numéro d'immatriculation du distributeur ayant effectué leur cession auprès du propriétaire ⁽²⁾. Les mêmes informations peuvent être demandées pour les titulaires de titres nominatifs qui ne sont pas connus de la société (titres faisant l'objet d'une inscription au nom d'un intermédiaire chargé de leur gestion).

Les délais de transmission des informations sont également précisés : la demande est transmise sans délai par les intermédiaires, à l'intermédiaire suivant dans la chaîne, au plus tard à la clôture du jour ouvrable de réception de la demande. Si l'intermédiaire reçoit la demande après 16 h 00 un jour ouvrable donné, il transmet les informations sans tarder et au plus tard à 10 h 00 le jour ouvrable suivant. La réponse est transmise sans délai par chaque intermédiaire au destinataire désigné dans la demande, au plus tard dans le courant du jour ouvrable suivant immédiatement la date d'enregistrement ou la date de réception de la demande par l'intermédiaire qui répond, si cet événement intervient plus tard. Etant précisé que ce dernier délai ne s'applique pas aux réponses aux demandes ou parties des demandes qui ne peuvent être traitées par ordinateur ni traitées de façon entièrement automatisée

ni aux réponses qui sont faites aux demandes et que l'intermédiaire reçoit plus de sept jours ouvrables après la date d'enregistrement. Dans de tels cas, la réponse est transmise par l'intermédiaire, sans délai et, en tout état de cause, au plus tard à l'échéance du délai de l'émetteur ⁽³⁾.

Aux termes de la loi Pacte, **les frais éventuels** appliqués au titre des services relatifs à l'identification des propriétaires des titres au porteur **doivent être non discriminatoires et proportionnés** aux coûts engagés pour fournir ces services. Les prestataires fournissant ces services doivent publier sur leur site Internet les frais associés à chaque type de service ⁽⁴⁾.

Notons que la loi n° 2021-1308 du 8 octobre 2021 (loi d'adaptation au droit de l'UE dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances – loi DDADUE 2) réforme notamment la procédure d'identification des propriétaires de titres au porteur, et **impose aux sociétés cotées d'informer leurs actionnaires par la chaîne des intermédiaires** (informations permettant aux actionnaires d'exercer leurs droits et confirmation des votes en AG). Le décret n° 2022-888 du 14 juin 2022 (relatif à l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires) détermine les modalités d'identification des actionnaires, de transmission d'informations entre les sociétés et leurs actionnaires et de facilitation de l'exercice des droits des actionnaires, ainsi que le contenu des informations transmises et les délais applicables aux procédures précitées. Nous pouvons renvoyer à ce titre à la table de concordance préparée par l'Association nationale des sociétés par actions qui récapitule ces éléments (ANSA, note n° 22-BR10).

En pratique, le registre des titres au nominatif fournit une information détaillée, exhaustive et actualisée. Dans le cadre du « nominatif pur », la totalité du service titres est prise en charge par l'entreprise. Le « nominatif administré » signifie que la gestion du compte-titres de la société est confiée à un intermédiaire financier. Dans le cadre de la détention des titres au porteur, qui s'avère majoritaire, l'émetteur dispose de plusieurs **sources d'information** :

- la loi offrait déjà aux sociétés différentes possibilités d'identifier leurs actionnaires, telles que les **déclarations de franchissements de seuils légaux et statutaires** à la hausse comme à la baisse, en plus de l'inscription des titres sous forme nominative mentionnée plus haut ;
- comme indiqué *supra*, le dispositif **SRD2** (seconde Directive Droit des actionnaires) donne aux émetteurs la possibilité de solliciter les intermédiaires financiers afin d'obtenir l'identité de leurs actionnaires ; auparavant, leur seule source était l'étude des TPI (Titres au Porteur Identifiable), commandée au

(1) Décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019 portant transposition de la Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la Directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

(2) Article R. 228-3 du Code de commerce.

(3) Article R. 228-4 du Code de commerce et Règlement d'exécution (UE) 2018/1212 art. 9, paragraphe 6.

(4) Article R. 228-5 du Code de commerce.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

MARKETING FINANCIER ET CIBLAGE

dépositaire central Euroclear ⁽¹⁾. Ce dernier a notamment développé un nouveau service, *Investor Insight*, afin de répondre aux impératifs de la Directive. Les émetteurs peuvent également faire appel à des prestataires de services pour améliorer la connaissance de leur actionnariat à partir d'informations publiques et/ou d'enquêtes spécifiques conduites auprès d'investisseurs institutionnels (*Shareholder identification*) ;

- par ailleurs, les émetteurs peuvent tirer parti de toutes **les occasions de mieux connaître leurs actionnaires** – *feedback* après les *roadshows*, analyse des pouvoirs collectés à l'Assemblée générale, information reçue en direct des investisseurs à l'occasion d'un rendez-vous individuel, par exemple.

Afin de cerner au plus près la composition et l'évolution de son flottant (la fraction du capital d'une société

détenue par le public), **la société cotée combinera ces différents outils** pour préciser régulièrement les contours et l'évolution de son actionnariat. Toutefois, la multiplication des plateformes de *trading* qui ne sont pas tenues, légalement, de fournir les mêmes informations que les plateformes réglementées ainsi que le formidable essor du *trading* algorithmique ou *High Frequency Trading* ne facilitent pas l'identification des actionnaires. L'information ainsi obtenue n'est jamais exacte mais donne la vision la plus détaillée possible de l'actionnariat à un moment donné.

La fréquence de ces analyses dépendra de la situation de chaque émetteur : par exemple, un flottant large et une forte volatilité du titre militeront pour plusieurs identifications au cours de l'année.

4.1.3 CORPORATE ACCESS

Si l'information financière réglementée, périodique ou permanente, constitue le matériau de base à partir duquel les investisseurs se forgent une opinion sur un émetteur, d'autres critères contribuent également, et dans des proportions souvent importantes, à leur prise de décision. Le premier critère étant la **confiance dans le management**, les dirigeants, voire des administrateurs, sont donc de plus en plus amenés à s'impliquer dans la communication financière et à rencontrer les investisseurs, ce qui peut s'avérer contraignant pour les sociétés de petite et moyenne taille. L'AMF relevait en 2019 qu'une majorité de sociétés du SBF 120 avait désigné un interlocuteur entre les actionnaires et le Conseil d'administration (principalement l'administrateur référent lorsqu'il a été désigné ou le président du Conseil d'administration) ⁽²⁾. Toutefois, certaines sociétés continuent à confier exclusivement cette mission à leur PDG ou à leur Directeur général, assisté des équipes opérationnelles ⁽³⁾. L'Administrateur référent n'a pas vocation à parler systématiquement à tous les investisseurs et à s'impliquer dans la Communication financière.

C'est ainsi à l'*Investor Relations* de **gérer ces demandes d'entretien** et d'évaluer leur pertinence au regard de l'agenda des dirigeants. Pour ce faire, plusieurs critères doivent être pris en considération, tels que l'intérêt de l'investisseur pour la société, la taille et le style de gestion de l'institution à laquelle il est rattaché ainsi que l'historique de la relation.

Pour les dirigeants, ces rendez-vous visent essentiellement :

- à **rendre compte** de la réalisation de leur stratégie, à s'assurer qu'elle a été bien comprise et à préciser les points clés de leurs résultats ;
- à **partager** avec les investisseurs leur perception de l'environnement macro-économique et concurrentiel ;
- à évoquer, plus généralement, des **questions d'actualité** et à répondre aux sujets de préoccupation des différents acteurs des marchés financiers.

Il est donc essentiel qu'ils y soient bien préparés, qu'ils déterminent avec l'*Investor Relations* les **messages clés qu'ils souhaitent transmettre** à la communauté financière (tout comme aux journalistes) et qu'ils prévoient des réponses à tous les sujets, y compris les plus délicats (*Q&A*), tout en veillant à respecter scrupuleusement l'égalité de traitement de l'information, conformément à la réglementation. Explications et réponses doivent prendre en compte les informations précédemment communiquées et anticiper, dans la mesure du possible, leurs conséquences futures.

Dans un souci de cohérence et de crédibilité, il est important que **l'Investor Relations assiste aux entretiens entre les dirigeants et les membres de la communauté financière**, car il connaît tout à la fois la personnalité de ces interlocuteurs et le fonctionnement des marchés financiers. À terme, il pourra gérer plus efficacement le suivi de la relation.

(1) Système mondial de règlement/livraison pour les transactions domestiques et internationales sur obligations, sur actions et sur fonds d'investissement. Euroclear propose ses services aux principales institutions financières dans plus de 80 pays. Il a le rôle de premier Dépositaire Central International de Titres (ICSD), mais assume également le rôle de Dépositaire Central de Titres (CSD) pour les valeurs mobilières britanniques, françaises, irlandaises, néerlandaises et belges. Euroclear France est le dépositaire central français qui conserve les valeurs mobilières et gère le dénouement des transactions.

(2) Le Code AFEP-MEDEF invite en effet à confier cette relation au président du Conseil ou au référent. Code AFEP-MEDEF, décembre 2022, article 4.4.

(3) AMF, rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, décembre 2019.

Notons également que l'AMF souligne l'existence au sein de certaines sociétés d'**administrateurs référents climat** ou d'administrateurs spécialisés sur ces questions qui pourraient dès lors intervenir dans le processus de mise en œuvre de la communication financière.

Pour la plupart des investisseurs, le fait de rencontrer les dirigeants de l'entreprise constitue une étape obligatoire avant tout processus de décision. Les **brokers** leur proposent d'organiser le *corporate access* afin de leur procurer un **accès aux dirigeants**, dans le cadre de réunions individuelles (*one-to-one*), de *roadshows* ou de conférences thématiques ou généralistes. Cette démarche permet aux *brokers* de se positionner vis-à-vis des investisseurs et de voir se matérialiser en principe pour eux un flux d'ordres en Bourse ou des votes favorables afin de rémunérer cette activité.

Cependant, l'entrée en vigueur début 2018 de la **Directive MIFID 2**, qui instaure une **claire séparation entre la recherche et l'exécution des transactions**, a modifié le comportement des *brokers* et des investisseurs. En effet, le prix de la recherche –et ce qui peut lui être rattaché comme l'organisation de conférences, de *roadshows*... –devant être détaillé et isolé des transactions, les *brokers* sont devenus plus sélectifs dans leurs recherches. Cela conduit ceux-ci, selon leur politique commerciale, à répercuter leur coût, voire à réduire le suivi de certaines petites capitalisations.

L'AMF a publié le 27 janvier 2020 le résultat de sa recherche ⁽¹⁾ sur les premiers impacts visibles de MiFID 2 sur la recherche et le *corporate access*. Le rapport a conclu notamment à un **appauvrissement majeur de la couverture en recherche *sell-side*** sur le segment des valeurs moyennes et petites et à la possibilité croissante que les fonds décident de contacter les *corporate* directement, sans passer par les *brokers*, ce qui viendrait encore diminuer la visibilité des valeurs moyennes et petites.

À noter qu'à compter du 6 juin 2026, MiFID 2 sera modifiée par le **Listing Act** : la recherche pourra de nouveau être facturée conjointement avec une prestation d'exécution d'ordres, sous réserve du respect de certaines obligations de transparence vis-à-vis des clients finaux.

En termes de *corporate access*, de nombreux émetteurs ont constaté ces dernières années des **difficultés pour organiser des *roadshows* sur certaines destinations géographiques** et des *feedbacks* obtenus moins pertinents. Certains investisseurs choisissent quant à eux de moins faire appel aux *brokers* en se dotant eux-mêmes d'équipes *corporate access* et en contactant directement les émetteurs qui, de leur côté, confirment être davantage sollicités en direct par les investisseurs. Les investisseurs en sont même au stade où ils se groupent (BlackRock, Fidelity, etc.) pour organiser des conférences pour lesquelles ils sollicitent les CEO afin de parler exclusivement de stratégie. La première de ces conférences a eu lieu en 2023 à Londres.

4.2 RELATIONS AVEC LES ANALYSTES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

4.2.1 ENTRETIENS TÉLÉPHONIQUES

Les analystes contactent régulièrement les émetteurs afin d'**affiner leurs modèles de valorisation, de vérifier une hypothèse, de réagir à l'actualité**, notamment en comparant les sociétés d'un même secteur d'activité. Une démarche identique est entreprise par l'investisseur, souvent moins soucieux de remplir un modèle que de s'assurer de sa **bonne compréhension des objectifs stratégiques** de l'émetteur.

Il convient de souligner que les entretiens téléphoniques sont le plus souvent **enregistrés**, en particulier chez les analystes, mais aussi, moins fréquemment, chez l'*Investor Relations*, dans un souci de protection et pour éviter une diffusion involontaire d'informations privilégiées.

4.2.2 RÉUNION D'INFORMATION

Des réunions d'information (voir page 49, 3.3.2.3) avec les analystes financiers, investisseurs et, le cas échéant, journalistes, sont organisées, le plus souvent à l'occasion de la sortie des résultats annuels et semestriels, voire trimestriels. Elles constituent l'un des **moments les plus importants de communication et d'échanges entre le management et les marchés**.

Elles se déroulent sous forme de réunion physique et/ou virtuelle (conférence téléphonique ou *webcast*). La tenue de ces réunions peut se faire le matin ou l'après-midi si l'on souhaite toucher les analystes ou investisseurs nord-américains.

(1) *Reviving Research in the wake of MiFID II*, Jacqueline Eli-Namer and Thierry Giami, January 2020.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

RELATIONS AVEC LES ANALYSTES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Du fait de la crise sanitaire en 2020 et 2021, ces réunions se sont quasi-exclusivement tenues en distanciel. Depuis 2022, les réunions en présentiel ont repris, mais sont moins nombreuses qu'avant la crise sanitaire : selon le Baromètre Cliff 2023 sur l'organisation des publications de résultats annuels, 38 % des sociétés ont tenu une réunion physique en 2023, vs 68 % en 2019. Le webcast s'est généralisé.

Au cours de la *quiet period* (voir page 43, 3.2.2.4) qui la précède, la réunion fait l'objet d'une **préparation avec le management**, pendant laquelle seront validés les messages et préparés les différents supports en français et en anglais : communiqué de presse, présentation visuelle, script, Q&A⁽¹⁾, comptes consolidés, etc.

Le **communiqué de presse** annonçant les résultats est diffusé avant l'ouverture de la Bourse ou après la fermeture (en pratique, 60 % des sociétés envoient leur communiqué entre 7 h et 7 h 30 et 40 % après 17 h 35 selon le Baromètre Cliff 2023 sur l'organisation des publications de résultats annuels). Éventuellement, une **conférence téléphonique avec les principales agences de presse** peut être organisée.

Enfin, les **présentations** (ou *slide shows*) « analystes et investisseurs » doivent être **mises en ligne** systématiquement et sans délai sur le site de l'émetteur, au plus tard au début des réunions concernées.

Il est également recommandé **lors de réunions physiques de remettre aux participants l'ensemble des présentations** (*slide shows*) afin de ne pas créer de distorsion d'information avec ceux qui ont téléchargé les *slides* par Internet⁽²⁾.

La préparation de cette réunion se caractérise par un grand nombre de **contraintes logistiques** nécessitant une étroite coordination entre l'émetteur et ses prestataires de services : réservation de la salle, moyens audio et vidéo le cas échéant, sécurité, reprographie des supports, système de traduction, retransmission Internet, éventuellement buffet et réception.

La question se pose d'inviter les **journalistes** aux réunions d'analystes financiers. Il revient à l'émetteur d'effectuer ce choix, compte tenu des différences de préoccupation de chacune des populations. Quelle que soit l'organisation des manifestations (conférence téléphonique avec les agences de presse, réunions d'analystes et journalistes, ensemble ou séparés), les messages doivent toujours être les mêmes. Il est également conseillé de fournir les mêmes documents aux journalistes et aux analystes financiers.

4.2.3 RÉUNIONS INDIVIDUELLES (ONE-TO-ONE)

Ces entretiens individuels ont lieu **entre, d'une part, les dirigeants de l'entreprise et l'Investor Relations, ou l'Investor Relations seul et, d'autre part, les analystes et/ou les investisseurs**. Ils se tiennent au siège de l'entreprise, chez des investisseurs ou des *brokers*, dans le cadre de *roadshows* (voir *infra*). Le temps consacré à la présentation formelle de la société est généralement réduit pour laisser la place aux questions/réponses.

Les *one-to-one* constituent, pour les investisseurs, une occasion précieuse et recherchée d'apprécier, au-delà des chiffres, **la vision que les dirigeants ont de leur entreprise**, sa stratégie, l'analyse qu'ils font de leur environnement concurrentiel, des dynamiques de leurs marchés, voire du contexte géopolitique. Ils peuvent également porter sur la gestion des ressources humaines, en particulier sur les politiques de rémunération, sur la gouvernance de l'entreprise et sur tout autre sujet non spécifiquement financier. Bien entendu, la fonction du dirigeant interrogé influera sur les

thèmes abordés et l'égalité d'information des investisseurs devra être respectée. De tels entretiens nécessitent toujours une préparation et l'établissement d'un **Q&A afin d'éviter tout risque de divulgation involontaire d'informations privilégiées**.

Par ailleurs, il revient à l'Investor Relations, s'il a sous sa responsabilité les **relations avec les agences de notation**, d'organiser des *one-to-one* entre les analystes de ces agences et le management de l'entreprise.

L'état d'urgence sanitaire en 2020 et 2021 a fait disparaître ces réunions individuelles, remplacées par des vidéoconférences ou des entretiens téléphoniques. Les **réunions en personne** étant irremplaçables pour **faire naître une relation de confiance** entre dirigeants et investisseurs, les deux formats cohabitent depuis cette période et sont choisis en fonction de l'enjeu des échanges et des disponibilités des interlocuteurs.

(1) Document interne à l'émetteur généralement non publié et utilisé en préparation des différents événements de communication financière. Ce document synthétise les éléments de réponse que l'émetteur souhaite apporter aux différentes questions que pourraient lui poser ses publics financiers. Il est généralement utilisé comme guide d'entretien par les porte-parole de l'entreprise.

(2) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.6.4.

4.2.4 ROADSHOWS

4.2.4.1 Organisation

La pratique des *roadshows* consiste à organiser pendant une période donnée (d'une journée à une semaine voire plus), sur une ou plusieurs places financières, une série de **rencontres directes entre dirigeants d'un émetteur et investisseurs**, dans l'optique de poursuivre le dialogue avec les investisseurs actionnaires de l'entreprise et de sensibiliser des investisseurs potentiels.

Le programme se compose généralement d'une série **d'entretiens individuels (one-to-one) et de réunions de groupe avec des investisseurs (group meetings)**.

La Direction générale de l'entreprise est globalement très impliquée dans ces rendez-vous, principalement le **directeur financier, le PDG, le DG ou l'un des DG délégués**. L'*Investor Relations* accompagne systématiquement le management dans ces *roadshows* ; il peut également faire, seul, des *roadshows*.

Dans le contexte d'urgence sanitaire en 2020 et 2021, les visioconférences et conférences téléphoniques se sont substituées aux déplacements. Elles ont eu pour effet de déterritorialiser les *roadshows*, qui pouvaient se dérouler le matin en Europe, l'après-midi aux États-Unis, et d'optimiser ainsi le temps investi par la Direction générale. Ces actions ne permettaient toutefois pas de **s'assurer en permanence de l'attention de l'assistance** et d'ajuster, le cas échéant, le propos à celle-ci. En d'autres termes, le temps gagné par le dirigeant pouvait être partiellement perdu par un impact probablement moins important de son discours et une difficulté supplémentaire à instaurer une relation de confiance. Comme indiqué pour les *one-to-one*, les formats sont désormais mixés en fonction des enjeux et des disponibilités.

4.2.4.2 Nature des roadshows

Les *roadshows* peuvent être organisés **soit dans le contexte de la publication des résultats, soit en dehors** pour maintenir, tout au long de l'année, un contact étroit avec les marchés financiers.

Des *roadshows* ponctuels ont lieu à l'occasion d'une annonce stratégique ou d'une opération financière qu'il convient de présenter au marché (en particulier une acquisition). On assiste également au développement des *roadshows* destinés aux investisseurs **ISR** (Investissement Socialement Responsable) ; auquel cas, l'*Investor Relations* peut se faire assister par le responsable RSE. À noter que dans le cadre des *roadshows* « classiques », les investisseurs peuvent aborder les sujets ESG.

Dans le cas d'émissions de dettes, des *roadshows* sont également organisés pour faire connaître les caractéristiques de l'opération ; l'*Investor Relations* a, dans ce cas, la responsabilité de représenter l'émetteur ; il est généralement accompagné par le trésorier ou par le responsable de la gestion de bilan qui explique les tenants et aboutissants de l'opération sur un plan technique.

Comme évoqué précédemment, faciliter l'accès des investisseurs auprès des équipes dirigeantes est fondamental pour établir une **relation de confiance** et cette démarche occupe une part importante du temps dévolu à la relation investisseurs, dont la mission consiste notamment à optimiser le temps précieux du *top management* pour rencontrer les investisseurs.

4.2.4.3 Choix des destinations

Le choix de la destination et la fréquence des visites dépendent principalement de **l'importance des actifs gérés** par la communauté financière locale, de la **stratégie marketing** et de la **répartition de l'actionnariat** de l'émetteur.

Dans un souci d'élargissement de sa base actionnariale, l'émetteur a tout intérêt à organiser de temps à autre des *roadshows* sur des **places financières autres que les principales**. En règle générale, c'est l'*Investor Relations* qui se charge du développement de la relation avec ces investisseurs potentiels.

4.2.4.4 Ciblage des investisseurs, organisation et recours aux brokers

La formule la plus utilisée par les émetteurs consiste à retenir les services d'un **broker qui se chargera de l'organisation du roadshow**. Il peut également être fait appel à des **plateformes indépendantes** qui permettent la mise en relation entre l'émetteur et l'investisseur, se faire aider par une **agence de conseil**, un prestataire spécialisé indépendant ou **organiser lui-même** son *roadshow* en direct avec les investisseurs.

Pour assurer une efficacité optimale du déplacement, l'*Investor Relations* établit la liste des investisseurs à rencontrer en fonction de sa propre politique marketing et des recommandations du *broker*. Le **ciblage** des investisseurs à rencontrer se fait par une analyse fine de l'actionnariat, si possible à plusieurs dates (voir page 134, 4.1.2 « Identification de l'actionnariat »)

Le **choix du broker** repose sur différents critères : la qualité de la recherche (conditionnée par l'implication de l'analyste), le nombre d'investisseurs que la société a rencontrés par son intermédiaire, la connaissance par le vendeur de la place financière, l'efficacité de son organisation avant et pendant le *roadshow* ainsi que la qualité et la rapidité d'obtention des *feedbacks*. L'importance de sa force de vente et l'accès qu'elle procure aux institutions peuvent également entrer en ligne de compte. En pratique, compte tenu de ces critères, une alternance de *brokers* d'un *roadshow* à l'autre s'impose, notamment pour élargir la cible des investisseurs.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

RELATIONS AVEC LES ANALYSTES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Enfin, dans le cadre d'un *roadshow* organisé par un *broker*, il n'est pas inutile de **prévoir une rencontre avec les vendeurs actions** du *broker*, qui peuvent être interrogés par leurs clients. Cette rencontre peut prendre la forme d'une présentation des grandes lignes caractérisant l'émetteur, accompagnée d'un échange de questions-réponses avec le dirigeant ou l'*IR*. À noter qu'il est parfois profitable de rencontrer la force de vente d'un *broker* négatif sur la valeur.

Le **feedback** est particulièrement utile pour **s'assurer de la bonne compréhension par les investisseurs** de la stratégie de l'émetteur et, le cas échéant, recueillir les préoccupations et critiques des investisseurs. Remontées auprès des dirigeants de l'entreprise, ces remarques permettent de **définir des pistes d'amélioration** pour des présentations ultérieures. Une pratique de plus en plus courante chez les *brokers* anglo-saxons est une restitution du *feedback* sans nommer spécifiquement le nom des institutions ayant répondu (ce qui permet d'obtenir des appréciations moins édulcorées et donc plus utiles).

Certaines sociétés excluent de recourir à un *broker* dont l'analyste recommande **le titre à la vente**. Toutefois, il peut s'agir pour l'émetteur d'une occasion de **défendre sa position face à une opinion négative de l'analyste**.

4.2.5 CONFÉRENCES

Certains *brokers* organisent des conférences auxquelles ils invitent leurs clients institutionnels à rencontrer des sociétés cotées dans le cadre de **présentations sectorielles, thématiques ou géographiques**. Ces présentations sont généralement suivies d'entretiens individuels (*one-to-one*) ou en petits groupes (*one-to-few*) entre le management et les analystes *buy-side* et gérants. Elles permettent de concentrer, sur une courte période, un nombre important d'entretiens avec une large palette d'institutions et elles contribuent significativement à la visibilité de l'entreprise.

Les dirigeants sont nombreux à intervenir lors de ces conférences et l'*Investor Relations* recommandera leur **participation selon des critères** tels que :

- l'audience et son profil (analystes *buy-side*, gérants locaux ou internationaux, etc.), les objectifs de diversification de l'actionnariat et de notoriété auprès de la communauté financière, la participation d'investisseurs actifs ou potentiels que la société a peu d'occasions de rencontrer par ailleurs ;

Par ailleurs, on constate que de plus en plus d'investisseurs ne souhaitent pas que le représentant du *broker* (analyste ou vendeur) assiste à l'entretien avec l'émetteur : cette pratique est qualifiée de **no broker policy**. *A priori*, cela permet au gérant ou à l'analyste *buy-side* de ne pas dévoiler vis-à-vis de l'analyste *sell-side* ses angles d'analyse qu'il peut considérer comme stratégiques et qu'il ne souhaite donc pas voir transmis à la concurrence. À noter cependant que cette pratique est beaucoup moins présente sur les places secondaires.

Dans le cas précis d'une **transaction en cours sur le titre** (*deal roadshow*), d'une opération financière ou stratégique, l'organisation d'un *roadshow* destiné à sa présentation revient au(x) *broker(s)* de(s) la principale(s) banque(s) impliquée(s) dans l'opération. Cette règle s'impose d'autant plus s'il s'agit d'une émission sur le marché primaire.

4.2.4.5 Reverse roadshows

Les *brokers* organisent également des **déplacements au siège des entreprises** avec leurs clients (analystes *buy-side* et gérants) pour rencontrer le management. Cela permet à celui-ci de rencontrer, en une heure, généralement de dix à quinze investisseurs. D'où, pour le management, un gain de temps et une bonne mise à jour des préoccupations du marché.

- la liste des autres entreprises du secteur qui y participent et à quel niveau hiérarchique (directeur général, directeur financier, *Investor Relations* ou autre) ;
- le renom de la conférence sur le secteur concerné, la réputation du *broker* qui l'organise et la qualité de l'analyse financière ;
- la compatibilité avec les agendas des dirigeants et le calendrier de communication de l'entreprise.

Depuis l'entrée en vigueur de MiFID 2, les émetteurs ont constaté que la présence du *top management* était de plus en plus requise par les *brokers*. Autre évolution constatée : la réduction des *one-to-one*. Par ailleurs, depuis la crise sanitaire certaines conférences se déroulent de manière hybride.

Notons que les conférences ne donnent en général pas lieu à des *feedbacks* formels de la part des investisseurs.

4.2.6 JOURNÉE INVESTISSEURS (*INVESTOR DAY*) OU *CAPITAL MARKETS DAY*

Le but des journées investisseurs est de mieux appréhender les activités de l'émetteur en soulignant les **aspects opérationnels et stratégiques**.

Qu'il soit qualifié de Journée Investisseurs (*Investor Day*) ou Analystes (*Analyst Day*), ou encore *Capital Markets Day*, l'organisation d'un tel événement de communication financière se justifie lorsque l'émetteur a un **message stratégique à faire passer** ou s'il ressent le besoin d'approfondir la connaissance d'un métier, d'un produit ou d'une zone géographique dans une optique de moyen-long terme. Dans tous les cas, il doit **bien cibler les attentes du marché** (la réalisation d'une étude de perception permettant de recueillir les attentes du marché est une étape importante (voir page 148, 4.6.4 « *Feedbacks* et enquêtes de perception »). Cet événement s'adresse en priorité aux analystes *sell-side* et *buy-side*, aux investisseurs institutionnels et obligataires ainsi qu'aux agences de notation, mais la presse financière et patrimoniale peut également être conviée. Il peut être couplé à une **visite de site**, des **démonstrations** sur des produits...

4.2.7 VISITES DE SITES (*FIELD TRIPS*)

Les visites de sites ou réunions techniques fournissent aux analystes financiers et aux investisseurs la possibilité de compléter d'un point de vue opérationnel leur connaissance de l'entreprise, en dehors des événements organisés autour de l'information financière périodique.

4.2.8 VALEURS MOYENNES

L'AMF a publié le 2 février 2017 sur son site un document intitulé « Communication financière des valeurs moyennes : mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels ». Résultat d'une collaboration entre l'AMF, l'AFG et la SFAF, il rassemble les

Compte tenu du caractère stratégique des informations divulguées, il convient de diffuser un **communiqué de presse** en début de journée (avant ouverture de la Bourse), synthétisant les points clés qui seront abordés, et de **mettre en ligne sur le site Internet** de la société les présentations réalisées à cette occasion. Le cas échéant, cette manifestation peut être diffusée en direct ou en différé par Internet ou par téléconférence.

Ce type de manifestation exige une préparation d'une rigueur identique à celle qui préside aux autres événements de communication financière : anticipation, **entraînement au dialogue des responsables opérationnels** avec les analystes et les investisseurs. Il faut en effet éviter la divulgation par les responsables opérationnels, qui ne sont généralement pas habitués à ce type d'interlocuteurs, de toute information non publique.

À l'issue d'un *capital markets day*, **les messages peuvent être relayés dans le cadre de roadshows et faire évoluer le ciblage des investisseurs**.

Le choix du site à faire visiter est important : il doit illustrer la stratégie de l'entreprise, son positionnement concurrentiel et doit permettre **la rencontre avec les responsables opérationnels**. Tout comme pour les journées investisseurs (dont les visites de sites peuvent être partie intégrante), ceux-ci doivent être préparés en amont au dialogue avec les analystes et investisseurs.

grands principes découlant du cadre réglementaire, les attentes des analystes et gérants en matière d'information et les points susceptibles d'être améliorés dans les pratiques actuelles.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

RELATIONS AVEC LES ACTIONNAIRES INDIVIDUELS

4.3 RELATIONS AVEC LES ACTIONNAIRES INDIVIDUELS

4.3.1 COMMUNICATION DÉDIÉE

Les relations avec les actionnaires individuels reposent sur des **supports de communication appropriés**, qui se caractérisent par le caractère pédagogique de la présentation des métiers et de la stratégie de l'entreprise. En effet, bien que la démocratisation de l'investissement en actions et l'accélération de l'utilisation d'Internet fassent converger les besoins des analystes et ceux des actionnaires particuliers, certains outils de communication financière sont particulièrement adaptés aux actionnaires individuels : section dédiée du site Internet, lettre aux actionnaires ou *webzine* (*support de communication digital dont l'objectif est d'informer de manière pédagogique les actionnaires individuels sur les grands événements de la société, sa stratégie, ses résultats commerciaux, financiers, boursiers, ses nouveaux produits. Sa périodicité est variable, généralement semestrielle*), guide de l'actionnaire, publicité financière, réunions périodiques, éventuellement visites de sites, prise en charge du service des titres, etc.

Dans tous les cas, l'actionnaire individuel attend une **relation personnalisée et de qualité**, qu'il soit au nominatif pur, administré ou au porteur.

Par ailleurs, en novembre 2015, l'AMF a formulé des **recommandations pour la protection des actionnaires individuels** ⁽¹⁾, rappelant que les sociétés :

- qui souhaitent présenter leurs atouts différenciants en tant qu'investissement financier doivent mentionner dans le même document un renvoi clair et lisible vers la présentation de leurs facteurs de risques afin d'assurer une présentation équilibrée de l'information ;
- qui initient des campagnes publicitaires de promotion de leurs titres en dehors de toute période d'information financière doivent rappeler systématiquement l'existence de leur URD (ou rapport financier annuel), en précisant où il est consultable, et d'attirer l'attention du public sur les facteurs de risques qui y sont mentionnés ;
- qui proposent une détention des titres au nominatif doivent veiller à fournir, lors de la présentation des différents modes de détention de leurs titres, des informations sur les frais liés à la détention des titres au nominatif pur (droits de garde, frais de gestion, frais de courtage) dans le même document ou dans la même rubrique du site Internet.

Le nombre des investisseurs individuels, qui avait cru fortement durant la crise sanitaire, est stable depuis (en moyenne les actionnaires individuels représentent 5,4% de l'actionnariat des sociétés du SBF 120 ⁽²⁾) ; on constate cependant l'arrivée régulière de nouveaux investisseurs particuliers et une activité accrue de leur part ⁽³⁾.

4.3.2 CONTACTS TÉLÉPHONIQUES ET ÉLECTRONIQUES

Le contact avec les actionnaires individuels peut passer par la mise à disposition de **numéros de téléphone dédiés** dont le coût est pris en charge ou non par l'entreprise.

Généralement assuré par la Direction de la Communication financière ou sous-traité à des prestataires externes, il implique un niveau de **connaissance de l'entreprise et des attentes des actionnaires individuels**. Le pic d'appels se situe, en général, autour de la période durant laquelle se tient l'Assemblée générale et lors du paiement du dividende.

Les échanges par **e-mail** se sont beaucoup développés au cours des dernières années – en complément ou en remplacement des envois postaux – soit en direct, soit par le biais d'abonnements aux publications dédiées proposées par l'entreprise. L'utilisation des **réseaux sociaux** par les actionnaires individuels est, par ailleurs, en forte expansion (voir page 145, 4.4.3 « Réseaux sociaux »).

(1) Recommandation AMF n° 2015-09 et position AMF n° 2015-10.

(2) *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders - Mathieu Caron, Group Head of primary markets - 2025 Euronext annual conference*

(3) AMF, Tableau de bord des investisseurs particuliers actifs n° 18, Mai 2025

4.3.3 RÉUNIONS PÉRIODIQUES

Afin de fidéliser les détenteurs de leurs titres et d'élargir leur base actionnariale, les principales sociétés cotées organisent, souvent dans le cadre de partenariats avec des organismes spécialisés ou la presse patrimoniale, des **réunions d'actionnaires individuels à Paris ainsi que dans les principales villes de province** ; des réunions se tiennent également maintenant sous forme de webconférences (généralisées en 2020 et 2021 pour cause de crise sanitaire), avec possibilité d'échanges avec les internautes. Au cours de ces réunions, les sociétés présentent leurs activités et répondent aux questions.

4.3.4 CLUBS ET COMITÉS CONSULTATIFS

Pour maintenir un contact étroit avec leurs actionnaires individuels et animer la relation avec eux, certaines sociétés leur proposent d'adhérer à un club. En général, leur objectif premier est de **communiquer de façon régulière et pédagogique** sur la vie du Groupe, les résultats (commerciaux et financiers) et l'évolution boursière. À cet effet, les sociétés envoient périodiquement à leurs actionnaires des documents tels que des lettres (trimestrielle, semestrielle, annuelle, etc.) sous format papier ou électronique, un rapport annuel abrégé, les documents de convocation à l'Assemblée générale. Dans ce même esprit d'information, les actionnaires peuvent être invités à découvrir l'activité de la société (visites de sites, qui peuvent maintenant être également virtuelles grâce aux nouvelles technologies), ses produits (invitation à des salons, à des essais, etc.). Plus généralement, la mise en place d'un club traduit la volonté des sociétés cotées de **connaître l'opinion de leurs actionnaires et de les fidéliser**.

Un seuil minimum de détention peut être requis pour adhérer.

4.3.5 SERVICE TITRES

Le Service Titres, éventuellement proposé par l'émetteur aux actionnaires nominatifs (essentiellement individuels), consiste à assurer (ou à sous-traiter auprès d'une banque dépositaire) une **inscription, dans les livres de l'émetteur**, des titres détenus par l'actionnaire.

Cette inscription présente un certain nombre d'avantages :

- pour l'émetteur : connaissance des actionnaires les plus fidèles ;

Certains émetteurs organisent également des **formations** autour de la connaissance de la Bourse pour leurs actionnaires, en présentiel ou sous forme de *webinars* ou de *MOOC*.

Ces actions sont généralement menées par les émetteurs comportant un pourcentage élevé d'actionnaires individuels dans leur capital ou souhaitant l'augmenter. L'orateur peut être un membre de la Direction générale et/ou de l'équipe des Relations Investisseurs.

S'il souhaite développer particulièrement la relation avec cette cible, l'émetteur pourra envisager la création d'un Comité consultatif ou de réflexion, constitué de quelques actionnaires individuels représentatifs de son actionnariat. Réunis plusieurs fois par an, ils seront consultés sur la façon de communiquer sur la stratégie et les outils de communication qui leur sont destinés et pourront, le cas échéant, y apporter un **regard critique**.

Dans le cadre de ces réunions, ils rencontreront éventuellement le management. Les membres d'un Comité consultatif ou de réflexion peuvent participer à l'élaboration de certains supports comme la lettre aux actionnaires, l'avis financier ou le rapport intégré, à la préparation de l'Assemblée générale ou bien à l'animation de stands sur des salons dédiés. De fait, outre les suggestions dont ils peuvent enrichir la communication financière de l'entreprise, ils jouent souvent un rôle de **prescripteurs** auprès des autres actionnaires individuels.

- pour les actionnaires : prise en charge éventuelle des droits de garde, réception de l'information préparée par la société, droits de vote doubles après deux ans de détention (sauf clause contraire des statuts) et, le cas échéant, dividende majoré si les statuts de l'émetteur le prévoient.

Lorsque ces titres sont inscrits au nominatif pur, ils doivent, pour être cédés, être inscrits à nouveau « au porteur ».

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

COMMUNICATION FINANCIÈRE ET NUMÉRIQUE

4.4 COMMUNICATION FINANCIÈRE ET NUMÉRIQUE

4.4.1 CONFÉRENCES TÉLÉPHONIQUES VIA INTERNET (CONFERENCE CALLS) ET VIDÉOCONFÉRENCES

À l'occasion d'une annonce importante, notamment des résultats ou le lancement d'une opération financière, les conférences téléphoniques (voire les vidéoconférences), le cas échéant retransmises sur Internet (voir *infra*), permettent de **communiquer rapidement l'information de manière simultanée à un grand nombre de personnes** sans qu'elles aient à se déplacer, ce qui minimise les coûts et les temps de transport et permet de gérer les contraintes liées au décalage horaire (voir page 49, 3.3.2.3 « Réunions d'information »).

En diffusant au plus vite des informations plus détaillées et en étant à la disposition des analystes et des investisseurs pour répondre à leurs questions en une seule fois, ce mode de communication complète et, parfois même, se substitue à une réunion physique.

Ces conférences sont accessibles à tous et elles sont annoncées par un communiqué de presse ; leur tenue

est indiquée sur le site Internet de la société, avec un préavis suffisant. Elles sont **archivées** à la disposition du public, notamment de la communauté financière internationale travaillant sur des fuseaux horaires différents, et restent consultables pendant un certain délai après l'événement. Elles se tiennent **généralement en anglais**.

Les vidéoconférences peuvent également être utilisées **pour tenir des one-on-one** entre le management et un investisseur à l'étranger, optimiser une réunion d'analystes avec une participation physique sur un site et une vidéoconférence sur un autre, etc. Elles s'organisent facilement grâce à l'équipement dont dispose la société ou bien en le louant auprès d'un prestataire spécialisé qui veillera à la qualité technique de la réunion. **Les réunions physiques demeurent toutefois importantes, en particulier lors d'un premier contact avec un investisseur ou un analyste.**

4.4.2 RETRANSMISSION SUR INTERNET (WEBCAST)

Le *webcast* est la retransmission d'un événement sous forme audio ou vidéo, diffusée sur Internet en direct ou en différé. Cette technologie permet d'**élargir l'audience des événements sans contrainte de lieu**, tout en respectant l'égalité de tous devant l'information, et ses fonctions de réécoute sont appréciées par les utilisateurs. Elle est utilisée par les émetteurs pour la retransmission d'événements tels que la présentation de résultats, la présentation d'opérations spécifiques comme une acquisition, une cession, une fusion, etc. Elle se déroule généralement en français avec une traduction simultanée en anglais ou bien directement en anglais.

La diffusion en webcast est souvent assurée par un prestataire externe spécialisé. Sa mise en place est relativement onéreuse et nécessite une organisation *ad hoc*. L'émetteur choisira alors entre un *webcast* audio ou

un *webcast* vidéo. Ce dernier est plus coûteux car techniquement plus complexe et parce qu'une équipe spécialisée doit filmer l'événement sur place. Les *brokers* organisant des conférences proposent de plus en plus fréquemment aux émetteurs une retransmission par Internet ; ils prennent alors à leur charge l'organisation technique et le coût associé.

Depuis la crise sanitaire, ce mode de communication est très largement utilisé, au même titre que les vidéoconférences et conférences téléphoniques (voir page 49, 3.3.2.3 « Réunions d'information »).

La retransmission audiovisuelle de l'Assemblée générale, en direct et en différé, est devenue obligatoire (voir page 105, 3.6.3 « Tenue de l'Assemblée générale »).

4.4.3 RÉSEAUX SOCIAUX

Avec la montée en puissance des réseaux sociaux, les informations financières et commentaires sur une société se transmettent **plus rapidement, sans aucune distinction de métier ou de géographie**. Dans ce contexte, l'AMF a publié un certain nombre de recommandations sur l'utilisation de ces réseaux portant sur les points suivants :

- comptes des sociétés sur les réseaux sociaux : l'AMF recommande de rappeler **l'existence de ces comptes sur le site Internet** des sociétés dans une rubrique *ad hoc*, visible dès la page d'accueil du site ou la page « Finance » ou « Investisseurs » ;
- authentification et accès à l'information : l'AMF recommande notamment aux sociétés de veiller à s'assurer de **l'authentification de leur compte** sur les réseaux sociaux (par exemple, procéder à la certification de leur compte), d'établir une **charte d'utilisation** par leurs dirigeants et salariés des médias sociaux pour leur compte personnel, et de rappeler à leurs dirigeants que leur responsabilité de mandataire social demeure pleine et entière, y compris lorsqu'ils s'expriment sur des comptes personnels ;
- processus de veille : il est recommandé aux sociétés d'assurer une **veille active** afin d'avoir connaissance des informations qui les concernent circulant sur les médias sociaux et de réagir rapidement en cas de piratage ;
- format des messages : l'AMF recommande notamment, d'une part, que l'information diffusée soit **circonscrite** afin qu'elle ne puisse pas être qualifiée de trompeuse et, d'autre part, qu'un lien soit systématiquement mis en place **vers le communiqué à diffusion effective et intégrale**, source de l'information, afin de permettre aux lecteurs de trouver facilement une information complète ;
- actions possibles et/ou nécessaires selon la réglementation en cas de **rumeurs** ou de fuite : lorsqu'une rumeur ne concerne qu'un seul média social et que le démenti ne constitue pas en lui-même une 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. Dans les autres cas, la réaction aux rumeurs doit être diffusée sous la forme d'un communiqué à diffusion effective et intégrale. À noter qu'en avril 2013, la SEC a autorisé les sociétés américaines à diffuser leur information réglementée *via* les réseaux sociaux (en citant Facebook et Twitter), à condition que les investisseurs soient informés de ce mode de diffusion.

En France, l'AMF a rappelé que les émetteurs ne peuvent diffuser leurs informations réglementées 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 de l'AMF ⁽¹⁾. Selon l'AMF, les médias sociaux constituent donc un **vecteur complémentaire d'information du marché**, mais ne peuvent en être le vecteur unique et/ou premier. À noter l'émergence d'un nouveau mode de communication auprès des actionnaires individuels : certains émetteurs font appel à des « influenceurs » spécialisés, dans un cadre bien maîtrisé.

Outre la prise en compte des recommandations formulées par l'AMF, il est indispensable d'**informer les salariés** sur les risques encourus à divulguer des informations sur la société qui les emploie *via* les réseaux sociaux.

Prenant en compte les nouvelles habitudes des investisseurs (notamment individuels) notons par ailleurs que l'ESMA a publié un communiqué présentant les exigences établies par le règlement Abus de marché qui s'appliquent lors de la publication de recommandations d'investissement sur les réseaux sociaux. **Elle met également en garde contre les risques de manipulation du marché dans de telles publications** ⁽²⁾.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (§ 1.6.4.2), en application des articles 223-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

(2) ESMA, *Requirements when posting investments recommendations on social media*, février 2024.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

COORDINATION DES CONTENUS ET DES MESSAGES

4.5 COORDINATION DES CONTENUS ET DES MESSAGES

4.5.1 COHÉRENCE DE TOUTES LES COMMUNICATIONS DE L'ENTREPRISE

Pour respecter les contraintes réglementaires en matière d'information financière et optimiser la perception de l'entreprise, la communication financière doit s'assurer en permanence de la **cohérence des messages avec la communication institutionnelle** (notamment les relations presse et la communication interne), mais également avec d'autres interlocuteurs internes, qu'ils soient en charge de la **responsabilité sociale, sociétale et environnementale, des ressources humaines, voire du marketing produits**. Enfin, il paraît impératif que les supports de communication financière soient établis en étroite **collaboration avec la Direction juridique et, le cas échéant, le Secrétariat général**.

L'émergence des réseaux sociaux a accentué la vitesse de circulation de tout type d'information – qui touche en particulier à la réputation de la société ou de la marque – et renforce le besoin de coordination des différentes formes de communication.

4.5.2 RELATIONS PRESSE

Bien que la communication avec les médias soit, en général, sous la responsabilité de la Direction de la Communication, il arrive que des journalistes de la presse économique, financière ou patrimoniale prennent l'initiative de contacter directement l'*Investor Relations*, notamment dans le cadre d'opérations financières. **Si les règles fixées par l'entreprise permettent une telle relation** (dans certaines organisations, la communication financière n'est pas en relation avec les médias), il est toutefois essentiel d'observer les règles de conduite suivantes :

En pratique, pour faciliter les échanges, l'*Investor Relations* doit **sensibiliser l'ensemble de ses interlocuteurs en interne** sur le sens de sa mission, sur la réglementation, et en particulier sur le traitement de l'information privilégiée, ce qui nécessite une organisation *via* des processus établis et connus des Directions fonctionnelles et opérationnelles (voir page 42, 3.2 « Organisation dans l'entreprise »).

D'une manière générale, l'*Investor Relations* doit être informé de tout événement concernant le Groupe, voire y participer dans la mesure du possible ; en effet, l'information divulguée lors de ces événements peut être susceptible d'influer sur le cours de l'action : voyage ou conférence de presse, participation à des conférences sectorielles ou salons professionnels, risque de crise concernant l'entreprise, son secteur ou un pays dans lequel elle est implantée, etc.

- le responsable des **relations presse** doit être informé, avoir donné son accord et, dans la mesure du possible, participer à l'entretien ;
- l'*Investor Relations* doit délivrer des messages clairs et concis, faire preuve de **pédagogie** et éviter un langage trop technique ; il doit être à même d'appréhender le positionnement du journal ou magazine concerné, être conscient des impératifs de bouclage des journalistes et du fait que la réactivité constitue un facteur clé vis-à-vis des médias ;
- l'*Investor Relations* peut demander à **valider ses citations** avant parution de l'article.

4.5.3 COMMUNICATION INTERNE

Il est recommandé que la communication interne relaie, dans l'entreprise, les messages publiés à l'externe par la communication financière, en veillant à les **adapter à un public très large**, ceci avec l'aval de l'*Investor Relations*. Il est également nécessaire d'expliquer en interne les

mécanismes régissant les marchés financiers et la valorisation des entreprises, et indispensable de sensibiliser les salariés au sujet de l'information privilégiée (voir page 43, 3.2.2.2 « Charte de communication financière »).

4.6 REMONTÉE DE LA PERCEPTION DU MARCHÉ DANS L'ENTREPRISE

4.6.1 APPRÉCIATION DU SENTIMENT DE MARCHÉ

Le **sentiment du marché** correspond au regard porté par les investisseurs et analystes sur la stratégie, les activités, la performance et les perspectives de l'entreprise ainsi que sur la crédibilité du management.

L'*Investor Relations* a un rôle clé à jouer dans la remontée de cette perception auprès de ses dirigeants. En particulier, il sait reconnaître **lorsque les opinions individuelles des analystes ou investisseurs**

deviennent une impression générale partagée, au travers de contacts divers (téléphone, *roadshow*, *emails*, publication de notes sectorielles) dont il convient d'informer la Direction générale, voire le Conseil d'administration ou de surveillance.

La fréquence et le format de cette communication sont laissés à son appréciation et pourront varier selon les sujets et les destinataires.

4.6.2 DIFFUSION D'ÉTUDES D'ANALYSTES

L'*Investor Relations* communiquera aux dirigeants de l'entreprise et, le cas échéant, au Conseil d'administration ou de surveillance les études les plus pertinentes et effectuera une synthèse des autres.

4.6.3 SUIVI DU CONSENSUS

Le consensus est la moyenne arithmétique des prévisions réalisées par les analystes financiers *sell-side* sur les principaux agrégats (chiffre d'affaires, résultat opérationnel ou EBIT, résultat net, BNPA, etc.) des sociétés cotées. Pour être représentatif, il doit retenir les estimations des analystes suivant activement la valeur. Il peut être complété par l'établissement de la médiane, de la plus haute et de la plus basse estimation des mêmes indicateurs.

Il est recommandé d'effectuer ce **suiti du consensus de manière régulière**, tout au long de l'année, de l'actualiser avant une publication de résultats ou de chiffre d'affaires et de le communiquer au management.

Cette démarche a pour objectif d'anticiper les réactions du marché avant les publications de l'émetteur et de pouvoir ajuster en conséquence ses messages à destination du public. **En cas d'écart significatif** entre le consensus et les données internes de l'entreprise ou les publications antérieures de la société, la publication d'un communiqué de presse peut s'avérer nécessaire au titre de l'obligation prévue par le Règlement Abus de marché de publier dès que possible toute information privilégiée (voir page 60, 3.3.6.4 « Avertissement sur résultat »). Ainsi, il est indispensable pour les émetteurs de suivre avec attention ces attentes du marché.

Le consensus peut être **soit établi par l'Investor Relations** à partir des différentes analyses dont il a pris connaissance, **soit par des prestataires extérieurs spécialisés** dans la collecte et la diffusion d'informations financières. Le consensus interne, dont la source est clairement identifiée, est souvent plus significatif que les autres, qui présentent l'inconvénient d'un manque d'homogénéité dans les agrégats retenus (résultats avant ou après éléments exceptionnels, calcul sur un nombre d'actions dilué ou non, etc.) et l'actualisation souvent insuffisante des données.

Ceci est particulièrement sensible pour le consensus des résultats du 1^{er} et du 3^e trimestre, pour lesquels il existe moins d'estimations publiées par les analystes que pour les 2^e et 4^e trimestres.

L'AMF, dans sa doctrine ⁽¹⁾, admet la publication du consensus « maison », à condition que la méthodologie soit constante sur sa réalisation et dans le temps. Certains émetteurs publient le consensus de marché **sur leur site Internet** (consensus interne ou réalisé par un tiers). Il peut être également diffusé bien évidemment en interne, mais également aux analystes, à tous ou aux seuls qui y ont contribué.

(1) Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (mise à jour le 29 avril 2021), § 1.6.4.1.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

REMONTÉE DE LA PERCEPTION DU MARCHÉ DANS L'ENTREPRISE

4.6.4 FEEDBACKS ET ENQUÊTES DE PERCEPTION

Au-delà de la mission de l'Investor Relations de tenir en permanence son management informé des réactions et attentes du marché, il est très utile, à l'issue de *roadshows*, de conférences, de *one-on-one* et de rencontres avec des investisseurs ou des analystes, de disposer dans les meilleurs délais d'un *feedback* ou résumé de l'opinion des participants afin de pouvoir **optimiser la communication financière et enrichir la base de données investisseurs** dans l'optique de futurs rendez-vous. Les personnes rencontrées sont interrogées par le *broker* ou éventuellement directement par la société sur la qualité des réponses apportées aux questions, la perception du management, de la stratégie, les éventuels sujets de préoccupation, etc.

Au cours de sa vie boursière, l'entreprise pourra également ressentir le besoin de conduire une ou plusieurs **enquêtes de perception** auprès de la

communauté financière. Cette étude peut porter sur la communication financière de la société ou sur une problématique spécifique, comme la pertinence des orientations stratégiques ou le choix des indicateurs de performance. Ces études de perception **peuvent être conduites en amont d'une publication**, comme les résultats annuels, **ou d'une annonce stratégique** du management (nouveau plan stratégique, *capital markets day*) afin que les messages véhiculés par l'entreprise prennent en compte les considérations du marché. L'enquête de perception peut être confiée à un prestataire externe qui réalisera les interviews des parties prenantes sélectionnées avec l'émetteur puis restituera les conclusions de son enquête, le plus souvent de manière anonymisée afin de délivrer un message au plus proche de la perception réelle des personnes interrogées. Plus rarement, les enquêtes de perception sont réalisées par l'Investor Relations, non anonymisées.

4.6.5 VEILLE CONCURRENTIELLE BOURSIÈRE

Au-delà de la remontée auprès du management de la perception du marché (*feedback*), l'Investor Relations remplit de plus en plus un rôle de veille du marché de la concurrence, car il suit la communication financière des entreprises de son secteur : actualité boursière, comparaison des cours de Bourse, des volumes de transactions ou de l'actionnariat, suivi des analystes, critères de valorisation, en particulier. Cela peut s'appliquer aux concurrents directs, aux principaux clients ou aux principaux fournisseurs.

Cette étude peut être complétée en disposant d'un **échantillon de valeurs** qui lui sont comparables par **la taille, le secteur ou la problématique** (structure du capital, changement de direction, crise). La veille concurrentielle boursière peut porter autant sur l'évolution du comportement de ces sociétés en Bourse que sur la façon dont elles communiquent avec les marchés : messages stratégiques, choix des indicateurs de performance, existence et horizon de prévisions de résultats, fréquence et contenu de l'information sur l'actualité de la société (*newsflow*), calendrier des publications, choix des supports de communication financière, disponibilité du management, etc.

4.6.6 ACTIVITÉ SUR LE MARCHÉ DU TITRE

Au quotidien, la Direction de la Communication financière suit certains indicateurs sur le comportement de son ou de ses titres cotés : **variation** du cours de Bourse, en absolu et en relatif, par rapport à un ou plusieurs indices de référence, **volume** des transactions en nombre, en capitaux et en pourcentage du capital échangé, capitalisation boursière, liquidité, notamment.

Cette connaissance de la vie du titre permet parfois d'identifier les mouvements inhabituels de l'action et de chercher à en connaître la cause auprès d'interlocuteurs tels que les sociétés de Bourse à l'externe et la Direction de la Trésorerie en interne.

Ces éléments d'information, de plus en plus difficiles à appréhender avec certitude du fait de la dispersion de la liquidité sur de nombreux marchés, sont pourtant essentiels pour alerter, le cas échéant, les dirigeants.

Ce suivi peut s'effectuer en interne, en s'appuyant sur les bases de données à disposition de l'émetteur, y compris Euronext, ou bien grâce aux *brokers* ou à l'apporteur de liquidité le cas échéant.

4.6.7 INFORMATION AU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU AU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Le Conseil d'administration ou de surveillance doit pouvoir disposer de tous les éléments nécessaires **pour remplir l'une de ses missions** qui consiste à s'assurer, par l'intermédiaire du Comité d'audit, du processus d'élaboration et de contrôle de l'information financière (cf. Charte Cliff-IFA de septembre 2010 – « Relations entre Direction générale et Conseil d'administration sur les sujets de communication financière »). Il peut donc être destinataire, de manière régulière ou ponctuelle, d'informations sur l'évolution du cours de Bourse de la société et de ses principaux concurrents, d'analyses financières résumées ou exhaustives, de synthèses des principales préoccupations des marchés et des réponses qui leur sont apportées.

À l'occasion de la publication de résultats ou de la réalisation d'opérations financières, le Conseil d'administration ou de surveillance peut être consulté sur les projets de communiqués de presse.

L'*Investor Relations* peut être amené à présenter, au Conseil d'administration ou au Conseil de surveillance, la stratégie de communication financière de l'entreprise.

4. Pratiques au quotidien de l'Investor Relations

Ce guide est réalisé par :

B R E D I N P R A T

Bredin Prat est composé de plus de 210 avocats français, anglais ou américains et a concentré son activité sur certains domaines du droit des affaires. Très présent dans les opérations de fusions-acquisitions et sur les questions de droit boursier, son activité est également particulièrement développée pour ce qui concerne le droit de la concurrence français et européen, le droit social, le droit public, le droit fiscal, le financement, le contentieux attaché à ces matières et l'arbitrage international.

www.bredinprat.com



Créé en 1987, le Cliff est l'association française des professionnels de la communication financière. Il regroupe près de 320 adhérents issus de sociétés cotées, représentant plus de 90% de la capitalisation boursière de la Place de Paris, ainsi que des consultants et des experts dans des domaines liés à la communication financière. À ce titre, le Cliff est une institution reconnue en France. Il participe à la valorisation et la promotion de la profession grâce à ses activités favorisant le partage d'expériences, d'expertises et de nouveautés, grâce également à son programme de formation unique en partenariat avec l'Université Paris Dauphine - PSL et à sa contribution au guide annuel « Cadre et Pratiques de Communication Financière ». Enfin il relaie l'opinion de ses adhérents et échange avec les différents acteurs et régulateurs des marchés financiers, sur les questions touchant à l'organisation et à la diffusion de l'information financière et extra-financière.

www.cliff.asso.fr



À propos de PwC France et Maghreb :

PwC aide les organisations de toutes tailles et de tous secteurs d'activité à créer de la confiance, se réinventer et se démarquer dans un monde complexe. Ses services de conseil, d'audit et d'expertise juridique et fiscale conjuguent avancées technologiques et savoir-faire pluridisciplinaires pour accompagner et accélérer la transformation durable des entreprises. PwC compte 7 000 collaborateurs en France et au Maghreb, au sein d'un réseau de plus de 370 000 personnes dans 149 pays.

Rendez-vous sur www.pwc.fr

CADRE ET PRATIQUES
DE COMMUNICATION
FINANCIÈRE