

LES NOUVELLES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE DES SOCIÉTÉS COTÉES

(LISTES D'INITIÉS, INFORMATION DU MARCHÉ...)



JÉRÔME CHACORNAC*
Maître de conférences,
Université Paris 2

Le nouveau dispositif relatif aux abus de marché est marqué par la continuité concernant les obligations de transparence imposées aux sociétés cotées.

La physionomie d'ensemble du dispositif a cependant évolué tandis que le détail des différentes obligations a connu certains enrichissements.

L'aspect de la réforme des abus de marché qu'il m'appartient de traiter révèle à la fois la complexité et la profonde cohérence de cette réglementation. Je souhaiterais le mettre en lumière à titre introductif en rappelant une évidence, qu'il faut avoir à l'esprit car elle est tout aussi vraie aujourd'hui qu'elle l'était sous l'empire du premier dispositif abus de marché issu de la directive du 28 janvier 2003.

En portant le regard sur les obligations de transparence qui s'imposent aux sociétés cotées, il n'est pas tant question de réfléchir à la dimension répressive des textes sur les abus de marché qu'à leur dimension préventive. Une prévention en vérité indissociable de la répression mais qui confronte à un paradoxe.

Tandis que la répression s'applique à tous les acteurs des marchés – émetteurs bien sûr, mais aussi intermédiaires financiers, gestionnaires de plates-formes de négociation, analystes financiers et j'en oublie –, dans son volet préventif, la réglementation des abus de marché est nécessairement particulière.

La prévention naît d'une convergence des comportements de l'ensemble des acteurs et doit prendre en compte leurs spécificités. En somme, tandis que les interdictions sont générales, la prévention des situations favorables à la Commission d'abus de marché suppose

l'élaboration d'un dispositif qui soit adapté à chaque catégorie d'intervenants susceptible d'y concourir.

À cet égard, les émetteurs présentent assurément une importance décisive. Ils sont au centre de la prévention des abus de marché et confèrent à la lutte contre les abus de marché sa profonde ambiguïté. Cette lutte suppose, comme les deux faces d'une même médaille, de déterminer des obligations d'information propres au statut des émetteurs cotés – qui en cela, viennent enrichir l'information réglementée – dans une perspective essentiellement répressive.

Les sociétés sont obligées de surinformer pour réduire au maximum, en amont, les risques de « mésinformation ».

La raison en est simple : premiers acteurs des marchés financiers dans leur fonction de collecte des capitaux au service du financement des entreprises, les émetteurs sont les premiers pourvoyeurs en information du marché.

Mon intervention suppose ainsi de faire un pont entre une réglementation essentiellement répressive, c'est-à-dire, un ensemble de normes qui supposent des abstentions et interdictions, et des obligations de comportement positives, imposées à simplement une seule catégorie d'acteurs : les sociétés cotées.

C'était la « trouvaille » du dispositif européen de devoir associé dans un même corpus, la logique de prévention et la logique de sanction.

S'il n'a pas changé d'orientation en termes de politique juridique, le nouveau dispositif « abus de marché » a-t-il changé en termes de contenu ? L'intitulé compréhensif de mon intervention le laisse croire mais, au risque de vous décevoir, il ne me semble pas que ce soit véritablement le cas.

Entendons-nous : des modifications nombreuses ont été opérées par les nouveaux textes, modifications qui ont affecté, dans une certaine mesure, les trois principales obligations qui pèsent sur les sociétés cotées dans la prévention des abus de marché :

- l'obligation de publier des informations privilégiées ;
- l'établissement des listes d'initiés ;

* Le style oral de l'intervention a été conservé.

– la notification et la publication des transactions effectuées par « les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes »¹.

C'est ce triptyque, qui concerne en vérité la prévention des opérations d'initié, sur lequel je vais me concentrer, pour faire un juste « pendant » préventif à l'intervention précédente².

Par honnêteté, je mentionne qu'on pourrait encore ajouter le traitement des sondages de marché³ qui met également en cause dans une certaine mesure la transparence des émetteurs, ainsi que d'autres obligations de transparence, au moins à l'égard du régulateur, destinées sinon à prévenir, du moins à délimiter le champ des manipulations de marché : le rachat d'actions et les mesures de stabilisation⁴. Je les évoque ici mais n'y reviendrai qu'à peine, faute de temps.

Dans le champ que je vais parcourir, j'indique simplement l'acception toujours mystérieusement floue que peut recevoir la transparence. Selon les cas, la transparence s'étend à l'ensemble du marché en imposant des obligations de publication, ou se ramène au contraire à des obligations de notifications adressées au seul régulateur.

Ces précisions étant faites, peut-on véritablement parler de « nouveauté » ?

En allant du général au particulier, je dirai qu'on peut parler d'un « renouvellement » général des obligations de transparence des sociétés cotées, en les abordant comme un tout, alors que, au détail, les différentes obligations de transparence déjà connues ont fait l'objet d'un simple « enrichissement ».

Renouvellement du dispositif de transparence (I.) et enrichissement des obligations de transparence (II.), tels seront les deux moments de ma réflexion.

I. LE RENOUVELLEMENT DU DISPOSITIF DE TRANSPARENCE

On peut sans conteste évoquer un renouvellement d'ensemble du dispositif établissant leurs obligations de transparence sur le terrain de leurs sources.

Il me faut en dire deux mots car, quoique l'évolution générale du dispositif « abus de marché », aujourd'hui composé d'un règlement et d'une directive⁵ soit connue, ses conséquences en cascade le sont peut-être moins. Elles sont pourtant essentielles car elles posent un très grave problème pratique pour les émetteurs : celui de l'accessibilité de la norme.

Je m'en tiendrai à trois observations : la disparition des sources nationales (I.), l'articulation entre les textes

cadres et les textes d'application (2.) et l'interprétation « officielle » de la réglementation (3.).

1. La disparition des sources nationales

La première est celle de la disparition de certaines sources nationales. Certes, au titre des obligations de transparence des émetteurs, essentiellement préventives, la directive pénale n'a aucune incidence. Elle a conduit, on le sait, à la réécriture des dispositions répressives inscrites dans le Code monétaire et financier, selon le mouvement qui a été mis en lumière dans l'intervention précédente : élargissement du champ d'application et aggravation de la répression⁶.

Cependant, le corpus qui intéresse les émetteurs est aujourd'hui composé par le règlement abus de marché mais aussi par nombre de règlements d'exécution et règlements délégués : j'en ai compté onze à ce stade⁷. Le champ d'application du règlement étant le même que celui de la directive, les obligations de transparence se trouvent étendues en conséquence en même temps... qu'europanisées.

Ainsi, l'entrée en vigueur du nouveau dispositif abus de marché s'est accompagnée de la disparition, au-delà du Livre VI du règlement général de l'AMF, des dispositions de l'article L. 621-18-4 du Code monétaire et financier concernant les listes d'initiés, mais aussi de très nombreuses dispositions du règlement général de l'AMF concernant les mêmes listes d'initiés ou encore de l'énumération des personnes tenues à déclaration des transactions qu'elles réalisent⁸.

2. L'articulation entre les textes cadres et les textes d'application

Ma deuxième observation concerne l'articulation entre les textes cadres et les textes d'application. Les textes d'application de la directive Abus de marché de 2003 ont changé de nature et ont été réduits en volume.

Le nouveau règlement a, pour l'essentiel, réalisé une codification de la directive Abus de marché et de ses textes d'application. Il renferme nombre de détails qui figuraient à l'origine dans la directive 2004/72/CE concernant, entre autres, les pratiques de marché admises, l'établissement des listes d'initiés, la déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, ainsi que dans la directive 2003/124/CE, concernant la définition et la publication des informations privilégiées.

En somme, le texte cadre du règlement est aujourd'hui bien plus complet que l'ancienne directive cadre de 2003, réduisant les règlements d'exécution à la portion congrue : celle du formalisme informatif. Ainsi, par exemple, le règlement d'exécution qui concerne les listes d'initiés –

1. Respectivement aux articles 17, 18 et 19 du Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, JOUE du 12 juin 2014, L.173/1.

2. Dans ce dossier, « La rénovation des infractions d'initiés » par N. Rontchevsky.

3. Article 11 du Règl. préc.

4. Article 5 du Règl. préc.

5. Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), JOUE du 12 juin 2014, L.173/179.

6. V. l'intervention de N. Rontchevsky précitée, sur la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

7. Lire le vertigineux recensement de T. Bonneau, « Règlements délégués et règlements d'exécution », RDBF n° 5, sept. 2016, comm. 219.

8. On renverra, à ce sujet, à la très précieuse initiative de l'AMF qui, dans le cadre de la consolidation de sa doctrine, a publié à l'automne dernier deux guides d'application, respectivement consacrés à l'information permanente, mais aussi, au voisinage de notre sujet, à l'information périodique, reprenant utilement l'ensemble des textes d'applications pertinentes, dont les références sont indiquées dans une note (v. infra), et sur lesquelles, nos observations dans cette revue, au n° 170.

(UE)2016/347 du 10 mars 2016⁹ – se contente d'en établir le format par trois tableaux, qui concernent respectivement les initiés « occasionnels », les initiés permanents et les listes d'initiés à établir par les émetteurs admis aux négociations sur un marché de croissance des PME.

Le texte cadre gagne donc en exhaustivité ce que perdent les textes d'application, réduits à des formulaires. La norme est desséchée au maximum, facteur d'une limpide et triste uniformité, peut-être gage de sécurité à condition... de savoir la trouver.

3. L'interprétation « officielle » de la réglementation

Je passe donc à une troisième et dernière observation, qui concerne l'interprétation « officielle » ou institutionnelle de la réglementation et à la place, incertaine de la régulation interne. Face à cet amas des normes européennes, il faut saluer les récentes initiatives de l'AMF tendant à une codification de sa doctrine associée à un exposé synthétique de la réglementation, renvoyant aux principales sources. Cet effort a été réalisé au mois d'octobre 2016 par la publication de deux « position-recommandation » substantielles, l'une consacrée à l'information périodique¹⁰ – c'est-à-dire à la fois complémentaire à mon intervention et hors de son champ –, l'autre à l'information permanente et à la gestion de l'information privilégiée¹¹. Cette synthèse est d'autant plus utile que, en dépit de leur pointillisme confinant à la névrose, les textes européens sont lacunaires.

Ils sont parfois conçus pour renvoyer à des lignes directrices du régulateur européen et, dans l'espace laissé vacant, si tant est qu'il y en ait un, la doctrine du régulateur interne permet d'affronter certaines questions pratiques essentielles. Un exemple? Chacun connaît la réalité que recouvrent les « fenêtres négatives », ces périodes imposant aux dirigeants de l'émetteur de s'abstenir de toute transaction dans la période précédant la publication d'une information importante. On y reviendra, le nouveau règlement MAR renvoie aux seuls rapports financiers annuels et semestriels pour déterminer une telle période d'abstention¹². Qu'en est-il pour les informations trimestrielles, supprimées récemment par la révision partielle de la directive Transparence transposée en droit français à l'automne 2015? Contre la lettre mais dans le sens de l'esprit des textes, l'AMF conseille aux émetteurs qui publient volontairement une information financière trimestrielle d'instaurer des fenêtres négatives de 15 jours calendaires précédant la publication de cette information¹³. Un conseil avisé, qui révèle que c'est essentiellement sous forme de doctrine, dans l'espace laissé vacant par l'ESMA et la logorrhée des textes européens que pourra se développer demain une lecture interne du dispositif.

Un conseil cependant, qui nous a déjà confrontés à une question technique, ce qui m'amène à évoquer à présent l'enrichissement des obligations de transparence.

II. L'ENRICHISSEMENT DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

Pour faire état à présent de l'enrichissement des obligations de transparence, je me concentrerai sur les principales innovations relatives aux obligations tendant à prévenir des opérations d'initié.

Il y a peu à dire, en effet, des conditions de publicité relatives à la prévention des manipulations de cours dans le cadre des programmes de rachat et des mesures de stabilisation : les délais et la teneur des obligations de publicité associées à ces opérations ont été pour l'essentiel repris de l'ancien règlement du 22 décembre 2003 (2273/2003) par le règlement délégué pris en application de l'article 5 du règlement MAR¹⁴. Certes, ces exemptions ont vu leur physionomie évoluer considérablement, avec, en particulier, l'abandon depuis le trois juillet 2016 par l'AMF de deux pratiques de marché faisant bénéficier les émetteurs d'une présomption simple d'absence de manipulation de marché¹⁵, dans l'attente d'un avis de l'ESMA sur les contrats de liquidité comme pratique de marché admise. Mais ces modifications ne concernent pas, en tant que telle, la transparence de l'émetteur dans leur mise en œuvre, en dépit de la cacophonie des sources.

C'est en effet de la loi Sapin 2 du 9 décembre dernier¹⁶ qu'est venue la réécriture de l'article L. 451-3 du Code monétaire et financier imposant à l'émetteur de rendre compte chaque mois à l'Autorité des marchés financiers des acquisitions, cessions, annulations et transferts effectués dans le cadre d'un programme de rachat.

Ces précisions étant faites, je vais donc me concentrer sur la prévention des opérations d'initié, qui fait assurément l'objet du dispositif le plus riche en envisageant la publication d'informations privilégiées (1.) et les autres obligations préventives (2.).

1. La publication d'informations privilégiées

En suivant le triptyque annoncé en introduction, le premier enrichissement concerne la publication d'informations privilégiées tant au titre de leur définition (1.1.), qu'à celui de leur éventuel différé (1.2.).

1.1. Définition

Quant à sa définition d'abord, et la chose a été évoquée par Nicolas Rontchevsky, l'information privilégiée est étendue et spécifiée. Si ses caractères restent en subs-

9. Règlement d'exécution définissant les normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes, JOUE du 11 mars 2016, L.65/49.

10. Position recommandation du 26 octobre 2016, DOC-2016-05.

11. Position recommandation du 26 octobre 2016, DOC-2016-08.

12. Article 19 § 11, Règl. « abus de marché », préc.

13. DOC-2016-08, préc., p. 32.

14. Règlement délégué (UE) 2016/1052 de la Commission du 8 mars 2016, JOUE du 30 juin 2016, L. 173/34.

15. Il s'agit des contrats de liquidité obligataire et des acquisitions d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe.

16. Article 42 de la Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

tance les mêmes – confidentialité, précision – sous la réserve de l'enrichissement opéré par codification de la jurisprudence *Daimler* – et sensibilité, on soulignera les efforts du législateur pour la spécifier et l'adapter au nouveau champ d'application du dispositif.

Là où l'ancienne réglementation comprenait dans les directives d'application une définition générale complétée une définition particulière concernant les informations privilégiées en rapport avec les instruments dérivés sur produits de base, l'article 7 du règlement abus de marché comprend désormais quatre définitions de l'information privilégiée : une générale puis, trois autres, concernant respectivement les instruments dérivés sur matières premières, les quotas d'émission et les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant les instruments financiers.

Qu'en penser ? Cela témoigne d'une évolution de méthode. L'information privilégiée est une notion de « clôture ». Par sa définition conceptuelle et abstraite, elle permet de répondre aux besoins d'information du public pour tous les événements majeurs de la vie financière. Elle a ainsi vocation à saisir toutes les situations qui ne peuvent faire l'objet d'une obligation déterminée dans son contenu, à la charge des émetteurs. C'est donc par ses caractères qu'elle se définit, et non par son contenu, comme c'est au contraire le cas de toutes les obligations d'information périodique¹⁷.

En empilant les définitions particulières, le règlement Abus de marché renonce à la généralité de la figure de l'information privilégiée, dont il adapte et spécifie les caractères en fonction des situations. Si l'obligation de publication étend son domaine, c'est à la mesure d'une réduction de la généralité de la notion : la définition de la sensibilité est ainsi aménagée concernant les participants aux marchés des quotas d'émission, le règlement affirmant de manière péremptoire l'absence de sensibilité des informations relatives à des activités matérielles.

En somme, la figure générale perd progressivement en généralité au profit d'une adaptation à des situations particulières. Ce mouvement reste cependant réduit.

Ce qu'il faut souligner plus spécialement tient à ce que, quant à sa définition, le « législateur » européen a essentiellement choisi de ne pas innover en refusant de distinguer le champ d'application de l'obligation de transparence pour les émetteurs de l'obligation d'absence pour les initiés.

À l'état de proposition, il était question d'introduire dans le règlement une nouvelle catégorie d'information privilégiée, non suffisamment précise pour être rendue publique mais déjà suffisamment sensible pour interdire toute transaction. D'une certaine façon, avec cet élément de différenciation qui figurait dans la proposition pour les informations déjà trop sensibles pour être utilisées mais pas assez précises pour être communiquées, le législateur européen serait revenu à une distinction qui était faite en droit français sous l'empire de l'ancien règlement 98-07 de la COB, dans lequel l'obligation de communication imposée aux émetteurs ne portait que

sur « des faits importants susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours »¹⁸.

La subtilité était trop grande et le législateur a finalement maintenu son choix d'origine : l'information privilégiée reste définie, aujourd'hui comme hier, dans les mêmes termes pour caractériser les manquements d'initié et imposer aux émetteurs sa publication.

1.2. Le différé

Les évolutions à mesurer concernent, ensuite, les conditions de « rétention » de l'information privilégiée, c'est-à-dire de leur différé de publication.

Comme à l'origine, l'émetteur continue à pouvoir garder confidentielle une information dont la publication contreviendrait à ses intérêts légitimes, sous la réserve de ne pas induire le public en erreur et avec l'assurance de garder cette information... confidentielle.

Indiquons une évolution cependant, dont on ne sait si elle amène de la souplesse ou de l'incertitude. Les intérêts légitimes justifiant le report de publication se ramenaient, de manière non limitative, à deux, dans l'ancien dispositif : l'existence de négociations en cours dont la publication de l'information pourrait entraîner l'échec en nuisant à la viabilité financière de l'émetteur et le fait que l'information porte sur une décision supposant l'intervention d'une pluralité d'organes. Aucune indication des intérêts légitimes ne figure désormais dans le règlement, pas plus que dans le règlement d'exécution qui a été adopté sur la publication d'informations privilégiées et son différé.

Ce sont des lignes directrices de l'ESMA qu'il faut désormais consulter¹⁹, un document bavard de 65 pages dont on dira la chose suivante : il se borne à enrichir la liste des intérêts légitimes sans bien en asseoir les contours. Les deux intérêts légitimes issus de l'ancien dispositif sont maintenus, auxquels s'ajoutent, sans que la liste soit limitative :

- le développement d'un produit ou invention dont la communication au public pourrait empêcher la reconnaissance de droit de propriété intellectuelle ;
- un projet de prise de contrôle ;
- une transaction déjà annoncée et soumise à l'approbation d'une autorité publique telle, par exemple, une opération de concentration²⁰.

En vérité, le plus intéressant concerne l'identification, dans les mêmes lignes directrices, de situations jugées susceptibles d'induire le public en erreur, telle, par exemple, la discordance entre une information privilégiée et une situation déjà annoncée au public ou encore lorsqu'une information privilégiée porte sur le fait que l'émetteur ne devrait pas atteindre des objectifs financiers précédemment affichés²¹.

Au fond, il s'agit davantage d'un affinage que d'un renouvellement concernant les conditions du différé de la publication d'une information privilégiée, dont les

17. Sur cette distinction, notre travail, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz 2014, n° 429 et s., p. 257 et s.

18. Sur cette question, notre ouvrage, préc., n° 453 et s., p. 270.

19. ESMA, *Final Report – Guidelines On The Market Abuse Regulation – Market Soundings and Delay of Disclosure of Inside Information*, 13 juillet 2016, consultable en ligne sur le site de l'ESMA.

20. *Ibid.*, p. 13 et s.

21. *Ibid.*, p. 18 et s.

modalités de soumission au contrôle de l'autorité compétente, postérieurement à la publication de l'information, sont précisément définies dans un règlement d'exécution, règlement lui-même précisé par une instruction de l'AMF en date du 26 octobre dernier indiquant le site auquel adresser la notification du report²².

L'article 17 du règlement va cependant au-delà. Résultat de la crise financière, son paragraphe 5 crée un nouveau cas de rétention, en faveur des émetteurs « systémiques », dont la singularité est que le report de publication se trouve soumis à un contrôle ex ante. Les conditions de ce différé sont adaptées à sa cause : le différé est justifié par la stabilité du système financier, conforme à l'intérêt du public et repose naturellement sur le maintien de la confidentialité de l'information.

Les émetteurs visés sont les seuls établissements de crédit et entreprises d'investissement et la cause de la rétention doit être la préservation de la stabilité du système financier. En pareil cas, l'émetteur doit s'adresser à l'autorité compétente en fournissant les justifications nécessaires, autorité qui est elle-même invitée à consulter la banque centrale ou l'autorité macroprudentielle compétente.

En vérité, cette nouvelle hypothèse de différé renverse complètement la perspective par rapport à la précédente : la première raison tient à ce que l'accès à l'information du public est relégué au second rang, la préservation du système primant la satisfaction immédiate des besoins d'information pour lire le marché ; la seconde raison procède de ce que l'identification de l'information privilégiée n'est, en cette situation particulière, plus aux risques de l'émetteur. C'est en effet l'autorité compétente qui rendra une autorisation tendant à différer ou non l'information en cause.

Vous noterez que, depuis le début de mes remarques concernant l'obligation de publier une information privilégiée, je fais exclusivement référence au texte du règlement MAR et à ses règlements d'exécution, en raison de la suppression d'une des dispositions les plus célèbres du RG AMF : l'article 223-2.

J'ouvre une parenthèse pour les nostalgiques, qui se reconforteront en notant le maintien d'une disposition « bien de chez nous » quoiqu'elle ne soit pas très populaire, celle inscrite à l'article 223-6.

Par analogie avec le droit des contrats, c'est un peu la « cause » de notre droit financier à nous : une disposition simple en apparence à laquelle on peut faire réaliser tout ce que l'on souhaite, au risque de la rendre incompréhensible. Parenthèse refermée.

2. Autres obligations préventives

J'en viens à présent aux autres obligations préventives que sont l'établissement des listes d'initiés et les notifications de transactions réalisées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et leurs proches. Je les traiterai en bloc pour n'en dire qu'un mot, de méthode celui-là.

Certes, il y aurait bien autre chose à en dire car chacune de ces obligations a connu des ajustements et des enrichissements.

Ainsi, les listes d'initiés, que l'on peut toujours distinguer en deux catégories – les listes d'initiés permanents et les listes d'initiés occasionnels – avec l'assentiment du règlement d'exécution en la matière²³ –, ainsi donc ces listes d'initiés doivent-elles désormais indiquer la date et l'heure auxquelles l'initié a eu accès aux informations privilégiées, ainsi que la date et l'heure à laquelle sont survenus des changements entraînant leur mise à jour, en vertu de l'article 18 § 3 du règlement MAR. En outre, suivant en cela la communication de la Commission du 25 juin 2008 intitulée « un Small Business Act pour l'Europe », les PME se trouvent dispensées d'établir une liste à la double condition d'assurer la connaissance par les personnes ayant accès aux informations privilégiées de leurs obligations légales et réglementaires et de pouvoir fournir une liste sur demande de l'autorité compétente, selon l'article 18 § 6.

Ajustements également concernant les transactions accomplies par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes avec principalement un raccourcissement de cinq à trois jours ouvrables au plus tard suivant la transaction du délai de notification à l'autorité compétente et de publication des informations. Si le contenu de la notification des transactions reçoit quelques précisions, c'est surtout la notion de transaction qui s'étend pour couvrir des opérations bien au-delà de la formulation retenue par le défunt article 223-22 RG AMF. Cette disposition visait les achats, cessions, souscriptions et échanges d'actions et instruments liés. Son interprétation avait été étendue par la doctrine du régulateur à d'autres opérations mais certaines, qui restaient en dehors du champ de l'obligation, sont aujourd'hui visées par l'article 19 § 7 du règlement, tels la mise en gage ou le prêt d'instruments financiers.

Quelques changements donc mais, surtout, un véritable basculement des sources. Le formalisme des notifications, qui revenait par le passé aux régulateurs internes, est aujourd'hui directement pris en charge par les règlements d'exécution : en matière de listes d'initiés comme de transactions des dirigeants et de leurs proches, les supports de notifications sont directement établis par les textes européens, sous forme de tableau. La standardisation de l'information s'étend ainsi bien au-delà de ce qui en constituait le berceau d'origine au niveau européen : le règlement Prospectus adopté il y a 13 ans en application de la directive du même nom... directive qui, on le sait, sera prochainement remplacée par un nouveau règlement.

L'uniformité est ainsi en marche, bien au-delà du seul carrefour entre répression et information du marché que constitue la lutte contre les abus de marché. ■

22. DOC-2016-07, 26.10.2016.

23. Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, 11 mars 2016, L.65/49.