

19 mars 2020

# Quelques effets de la crise en droit boursier et des sociétés

La crise sanitaire et les mesures de restrictions et de confinement ont aussi des conséquences en droit boursier et des sociétés. La crise sanitaire et les mesures de restrictions et de confinement ont aussi des conséquences en droit boursier et des sociétés. Nous vous proposons ci-dessous un bref aperçu de ces conséquences en matière de profit warnings, de facteurs de risques, de tenue des assemblées générales et d'interdiction des prises ou accroissement de positions courtes nettes.

## Avertissements sur résultats (« profit warnings »)

En raison de l'impact sur l'économie du Covid-19 et des mesures de restrictions et de confinement mises en place en France et à l'étranger, la question se pose de la nécessité de communiquer au marché des avertissements sur résultats, notamment si l'émetteur estime que sa situation financière se dégrade ou qu'il ne peut plus maintenir la « guidance » qu'il avait, le cas échéant, communiquée au marché.

L'AMF a formulé les recommandations suivantes :

- être particulièrement vigilants quant au respect de l'obligation de communiquer dès que possible une information privilégiée, lorsque les émetteurs constatent que :
  - les résultats ou d'autres indicateurs de performance qu'ils anticipent devraient s'écarter des résultats ou autres indicateurs de performance anticipés par le marché même si l'émetteur n'a pas communiqué d'objectifs ou de prévisions au marché ou qu'il n'existe pas de consensus de marché ; et
  - 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.
  
- Des émetteurs ont ainsi été sanctionnés:
  - 
  - pour avoir tardé à communiquer l'information privilégiée selon laquelle l'objectif de résultat d'exploitation courant ne serait pas atteint alors qu'elle était connue en interne depuis au moins trois semaines
  - pour n'avoir pas communiqué sur des pertes financières inattendues, en l'absence de publication de prévisions de résultats.

En particulier, même si l'émetteur n'est pas en mesure de donner des chiffres sur le niveau de résultats ou d'indicateurs de performance, ou s'il ne peut reformuler sa guidance, ce qui risque d'être le cas s'agissant des conséquences de la crise sanitaire dans la mesure où ses effets et sa durée restent incertains, il est tenu de communiquer dès qu'il estime que les résultats ou la guidance annoncés ne peuvent être maintenus. La Commission des sanctions de l'AMF a ainsi retenu que « *Lorsqu'un décalage entre l'objectif de résultat d'exploitation communiqué au marché et les données prospectives disponibles en interne ne cesse de s'aggraver et que l'impossibilité d'atteindre ses objectifs est avérée pour la société, l'information selon laquelle*

*l'objectif de résultat ne sera pas atteint est précise, peu important que les chiffres relatifs aux résultats n'aient été que provisoires et non fiables».*

S'agissant de la possibilité de reporter la publication de l'information, celle-ci s'avère particulièrement délicate en matière de profit warnings. En effet, l'une des conditions à remplir pour pouvoir reporter la publication est que le retard de publication ne soit pas susceptible d'induire le public en erreur (article 17.4 du règlement MAR).

L'ESMA a précisé la portée de cette condition, en mentionnant notamment comme information ne pouvant être reportée:

- (a) l'information sensiblement différente de l'annonce publique précédemment faite par l'émetteur quant au sujet auquel l'information privilégiée se rapporte; ou
- (b) l'information sur le fait que les objectifs financiers de l'émetteur ne seront probablement pas atteints, si ces objectifs ont précédemment été annoncés publiquement; ou
- (c) l'information contraire aux attentes du marché, si ces attentes sont basées sur des signaux que l'émetteur a précédemment envoyés au marché, tels que des entretiens, des tournées de promotion ou tout autre type de communication organisé par l'émetteur ou avec son approbation.

Ces exemples (en particulier (a) et (b)) recouvrent les situations dans lesquelles l'émetteur émet une guidance (ou pilote le consensus).

## **Facteurs de risques**

Les émetteurs dont l'activité est impactée par le Covid-19 devraient ajouter des informations spécifiques sur cette crise sanitaire dans les sections « Facteurs de risques » et « Développements récents » de leur Universal Registration Document (URD). La rédaction d'un facteur de risque lié à l'impact du coronavirus devra être spécifique, adaptée à l'activité de chaque émetteur indiquant précisément l'impact sur leurs opérations/zones géographiques et corroborée par le contenu de l'URD et ce, conformément au Règlement Prospectus et aux recommandations de l'ESMA sur les facteurs de risques. Un facteur générique sur le Covid-19 ne remplirait pas les conditions posées par le Règlement Prospectus. Il conviendra également que l'importance de ce facteur de risque soit évaluée en fonction de la probabilité qu'il se matérialise et de l'ampleur estimée de son impact négatif. Dans certains secteurs (par exemple, les transports, le tourisme), certains rapports annuels peuvent déjà comporter des facteurs de risques sur les épidémies telles que le SRAS qui devraient être renforcés avec les impacts liés au coronavirus (notamment, l'affectation de la santé des salariés, des prestataires, la situation financière du groupe, la perturbation des chaînes d'approvisionnement industrielles, l'impact d'un éventuel ralentissement de l'activité économique sur les prix des matières premières...). Les URD récemment publiés par les émetteurs français comportent pour certains de tels facteurs de risques.

## **Tenue des assemblées générales**

En raison de la propagation du Covid-19 et des mesures de lutte contre celle-ci (notamment les mesures limitant ou interdisant les rassemblements), l'AMF a publié le 6 mars un

communiqué rappelant aux actionnaires des sociétés cotées qu'il leur est possible de voter aux assemblées générales sans y être physiquement présent, en recourant aux divers dispositifs existants (formulaire de vote par correspondance, mandat de vote, vote sur internet via une plateforme de vote sécurisée quand cela est prévu).

Quelques émetteurs ont choisi de reporter la tenue de leur assemblée (ce qui est susceptible de soulever des difficultés, notamment pour le paiement des dividendes), d'autres maintiennent la réunion tout en recommandant le vote à distance (et en supprimant les petits fours, cadeaux et stands dans un but dissuasif), tout en informant leurs actionnaires que la situation pourrait évoluer. Enfin, certains émetteurs ont choisi de maintenir la tenue de l'assemblée mais de ne pas permettre l'accès physique des actionnaires, celle-ci se tenant à huis clos, le cas échéant avec la possibilité de suivre les débats par conférence téléphonique ou retransmission sur le site de la société. Un émetteur a indiqué que les voix des actionnaires non présents ayant demandé une carte d'admission qui n'auraient pas opté pour le vote par correspondance seraient comptabilisées comme des votes « CONTRE » afin d'éviter toute contestation possible de leur part.

Face à l'enjeu sanitaire, et afin de régulariser la tenue d'assemblées générales sans présence physique d'actionnaires, la place s'est mobilisée pour lui donner un cadre légal.

Le dispositif proposé repose sur l'adoption le plus tôt possible d'une loi habilitant le gouvernement à légiférer par ordonnance, visant à simplifier les conditions dans lesquelles les assemblées générales et les organes dirigeants se réunissent et délibèrent. Les mesures adoptées ne seraient applicables que pour la durée de la crise sanitaire engendrée par le Covid-19.

Un projet d'ordonnance est en cours de discussions. Le dispositif devra résoudre de nombreuses questions d'ordre pratique, parmi lesquelles la possibilité de retransmettre les débats en direct réel mais sans laisser la possibilité aux actionnaires d'intervenir, proposer des amendements en séance ou de voter dans la mesure où leur identification ne pourrait être garantie. Il est envisagé de faire rétroagir ces dispositions au 14 mars 2020, date d'entrée en vigueur de l'interdiction des rassemblements de plus de 100 personnes, ce qui permettrait de valider les assemblées tenues avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance.

## **Interdiction des prises ou accroissement de positions courtes nettes**

En raison de la menace sérieuse sur la confiance des marchés causée par la propagation du virus Covid-19, les mesures suivantes ont été adoptées :

- le 16 mars, l'ESMA a abaissé à 0,1% le seuil de notification obligatoire des positions courtes nettes portant sur des actions négociées sur un marché réglementé de l'Union Européenne.
- le 17 mars, l'AMF a publié trois décisions :
  - o Le Président de l'AMF a interdit pour la journée du 17 mars les ventes à découvert des actions qui avaient perdu 10% ou plus la veille, telles qu'énumérées en annexe de sa décision (conformément à l'article 23 du Règlement (UE) n° 236/2012 sur les ventes à découvert (le « Règlement »)).
  - o Le Président de l'AMF a interdit les prises ou accroissements de positions courtes nettes sur les titres de capital cotés en France, pour une durée de 20

jours (conformément aux articles 20 du Règlement et L. 426-16, II du code monétaire et financier).

- o Le Collège de l'AMF a prorogé cette décision de 10 jours.

Sont ainsi interdits toute prise de position courte nette et tout accroissement d'une position courte nette sur les titres de capital des émetteurs dont les actions sont admises aux négociations sur une plateforme de négociation française et pour lesquelles l'Autorité des marchés financiers est l'autorité compétente. L'interdiction s'applique du 18 mars 2020 à zéro heure jusqu'au 16 avril 2020 à minuit.

Cette interdiction ne s'applique pas aux activités de tenue de marché. Sont exclues de l'interdiction la création ou l'augmentation de positions courtes nettes au travers d'instruments financiers indiciels ou de paniers d'actions lorsque les actions objet de la décision représentent moins de 50% de la composition de l'indice ou du panier.

Les « positions courtes nettes » sont définies à l'article 3 du Règlement :

- Une « position courte » est (a) la vente à découvert d'une action émise par une entreprise ou d'un titre de créance émis par un émetteur souverain, ou (b) la conclusion d'une transaction qui crée un instrument financier ou établit un lien avec un instrument financier autre qu'un instrument visé au point (a), lorsque l'effet ou l'un des effets de cette transaction est de conférer un avantage financier à la personne physique ou morale qui conclut ladite transaction en cas de baisse du prix ou de la valeur de l'action ou du titre de créance.
- Une « position courte nette » en rapport avec le capital en actions émis de l'entreprise concernée est la position restante, après avoir déduit toute position longue détenue par une personne physique ou morale en rapport avec le capital en actions émis de toute position courte détenue par ladite personne physique ou morale en rapport avec ce capital.

Nous espérons que les réflexions développées ci-dessus vous seront utiles et restons à votre disposition pour les approfondir.

Hervé Letréguiilly [hletreguiilly@shearman.com](mailto:hletreguiilly@shearman.com)

Séverine de La Courtie [sdelacourtie@shearman.com](mailto:sdelacourtie@shearman.com)

ABU DHABI • AUSTIN • BEIJING • BRUSSELS • DALLAS • DUBAI • FRANKFURT • HONG KONG • HOUSTON • LONDON • MENLO PARK • MILAN  
NEW YORK • PARIS • RIYADH • ROME • SAN FRANCISCO • SÃO PAULO • SEOUL • SHANGHAI • SINGAPORE • TOKYO • TORONTO • WASHINGTON, DC

Attorney Advertising. This memorandum is intended only as a general discussion of these issues. It should not be regarded as legal advice. We would be pleased to provide additional details or advice about specific situations if desired.

Copyright © 2020 Shearman & Sterling LLP. Shearman & Sterling LLP is a limited liability partnership organized under the laws of the State of Delaware, with an affiliated limited liability partnership organized for the practice of law in the United Kingdom and Italy and an affiliated partnership organized for the practice of law in Hong Kong. Our firm operates in association with Dr. Sultan Almasoud & Partners for the practice of law in Saudi Arabia.