

CHAPITRE I Le délit d'initié

PLAN

Nous examinerons successivement :

- la définition du délit d'initié ;
- les sanctions ;
- les moyens de prévention.

SECTION 1

Définition

A RETENIR

Le délit d'initié est l'infraction commise par une personne qui, détenant une information privilégiée, a réalisé ou a permis de réaliser, directement ou par personne interposée, une opération avant que le public n'ait connaissance de cette information.

Cette infraction représente une rupture d'égalité illégitime entre les investisseurs.

Ce délit est apparu aux Etats-Unis avec la réglementation boursière américaine avant d'être transposé dans les pays européens. Il fait partie de la catégorie plus large des abus de marché, laquelle a fait l'objet d'une importante réforme suite à la directive 2014/57/UE (directive MAD – Market Abuse Directive), au règlement 596/2014 du 16 avril 2014 (règlement MAR – Market Abuse Regulation) et *in fine* à la loi 2016-819 du 21 juin 2016. En particulier, les sanctions ont été alourdies.

PLAN

Comme toute infraction pénale, le délit d'initié se définit par :

- un élément matériel ;
- un élément moral.

I. Élément matériel

PLAN

Pour que l'élément matériel du délit d'initié soit constitué, il faut :

- une information privilégiée ;
- un initié ;
- une action illicite.

A. L'information privilégiée

A RETENIR

Une information privilégiée désigne toute information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs contrats à terme négociables, un ou plusieurs produits financiers cotés qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné.

Ainsi, le premier caractère d'une information privilégiée est sa confidentialité. La détention de l'information par plusieurs personnes ne la prive toutefois pas de son caractère privilégié, dès lors que ces dernières constituent un groupe restreint. A l'opposé, l'approche jurisprudentielle d'une information rendue publique est hésitante. Certaines décisions ont considéré que le public était informé dès lors qu'un article avait paru dans la presse financière. D'autres ont en revanche déclaré que l'information était demeurée confidentielle dans le cas où un seul journal avait dévoilé l'information, ou dans celui de révélations contradictoires. Toujours est-il que l'information demeure confidentielle tant que les éléments essentiels de l'opération sur laquelle elle porte n'ont pas été dévoilés (date, prix de cession des titres considérés, etc.). Aussi, l'information devenue publique doit-elle coïncider avec l'information détenue par l'initié. La Cour de cassation a ainsi condamné un prévenu qui savait que les résultats seraient encore meilleurs que ceux annoncés.

La confidentialité ne suffit pas, à elle seule, à conférer à une information son caractère privilégié, encore faut-il que celle-ci soit précise. La rumeur, l'opinion émise sur un titre, ou le pronostic sur son évolution ne seraient pas susceptibles d'être considérés comme relevant de «l'information privilégiée». La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 ne prête en effet ce caractère précis qu'à l'information qui «fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira» et qui est «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 les cours des instruments financiers concernés».

EXEMPLES

Ont été jugées suffisamment précises pour constituer des informations privilégiées les informations relatives à :

- l'existence de résultats bénéficiaires laissant présager une augmentation des dividendes ;
- la survenance de pertes importantes et soudaines ;
- la préparation d'une offre publique d'achat ;
- un rapprochement entre deux sociétés ;
- l'existence d'un futur «raid» boursier dont les détails avaient été exposés à une personne sollicitée pour participer au tour de table.

En revanche, n'ont pas été jugées suffisamment précises les informations relatives à :

- des rumeurs de modification structurelle ;
- des échecs commerciaux ;
- des licenciements éventuels.

La précision requise de l'information n'implique toutefois pas la certitude de la réalisation du projet. Autrement dit, l'information privilégiée ne garantit nullement une certitude de gain pour celui qui la détient. La Cour de cassation considère que l'information privilégiée est une notion qui doit être appréciée *in abstracto* et non selon l'analyse que peut en faire celui qui la reçoit et l'utilise. Le caractère privilégié des informations doit s'envisager «de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu». Cette solution est pourtant contestable en ce qu'un professionnel du domaine est plus à même de donner une juste interprétation à ce genre d'informations qu'un petit épargnant.

L'information privilégiée doit être déterminante : sans elle, l'opération suspecte n'aurait pas été réalisée.

Enfin, l'information privilégiée porte sur les perspectives ou la situation de plusieurs types de titres. Selon l'article L. 465-3-4 du Code monétaire et financier, **l'ensemble des incriminations en matière d'abus de marché s'applique en effet à trois catégories d'instruments financiers :**

- les instruments financiers négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, ce qui recouvre les actions et les obligations ;
- les produits dérivés ;
- les quotas d'émission carbone mentionnés à l'article L. 229-7 du Code de l'environnement.

Il ne faut pas confondre cette composante du délit, concernant les titres et les marchés dont ils dépendent, avec le lieu de réalisation de l'opération considérée. **Il est en effet indifférent que l'opération, menée sur le fondement de l'information privilégiée, le soit sur un marché ou hors marché :** le délit est constitué à l'occasion de n'importe quelle forme de transaction, même de gré à gré. *A fortiori*, le délit d'initié est-il constitué même si l'opération est réalisée sur un marché étranger.

B. L'initié

A RETENIR

Le délit d'initié est commis par celui qui détient l'information privilégiée : l'initié. Ont cette qualité, non seulement les détenteurs d'informations privilégiées qui opèrent pour leur propre compte, mais également ceux qui permettent à des tiers de réaliser des opérations grâce aux renseignements qu'ils ont fournis.

On distingue les initiés de droit ou «initiés primaires» des initiés de fait ou «initiés secondaires». Les premiers regroupent les dirigeants d'un émetteur concerné par l'information privilégiée (directeur général, président, membre du directoire, gérant, membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance). De par leurs fonctions et leur appartenance à un cercle restreint, il pèse sur ces initiés une **présomption de connaissance** des informations privilégiées. Ils ne pourront la combattre que par la preuve contraire ou par une délégation de pouvoirs répondant aux exigences jurisprudentielles (déléataire doté de la compétence, de l'autorité et des moyens nécessaires).

Les seconds rassemblent des personnes qui disposent d'informations privilégiées à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions et toutes autres personnes en possession de telles informations (secrétaire général, cadre, employé, commissaire aux comptes, avocat de l'entreprise, journaliste financier, ...). Il ne pèse sur eux aucune **présomption**, de sorte que l'autorité de poursuite devra démontrer qu'ils connaissaient effectivement les informations privilégiées.

L'initié sera sanctionné qu'il agisse directement ou par personne interposée, qu'il exploite personnellement l'information ou qu'il permette à un tiers de le faire.

C. L'action illicite

A RETENIR

Peut être sanctionné celui qui, grâce à l'information, pour lui-même ou pour autrui, soit directement, soit indirectement :

- réalise une ou plusieurs opérations boursières : acquisitions, cessions, etc. ;
- annule ou modifie un ou plusieurs ordres passés lorsqu'il ne détenait pas encore l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées.

L'article L. 465-1 sanctionne le manquement du détenteur de l'information à son devoir de s'abstenir de la mettre à profit et vise aussi bien l'acte consommé que la tentative.

Le Code monétaire et financier prévoit un fait justificatif : **le simple fait qu'une personne dispose d'une information privilégiée n'est pas constitutif du délit d'initié si son comportement est légitime au sens de l'article 9 du Règlement du 16 avril 2014** (C. mon. fin., art. L. 465-1, I, B). Tel sera le cas lorsque le détenteur de l'information privilégiée est habilité à exécuter des ordres pour le compte de tiers, et lorsque l'acquisition ou la cession des instruments financiers auxquels se rapportent ces ordres s'effectue dans le but légitime d'exécuter ceux-ci dans le cadre normal de l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions de cette personne.

II. Élément moral

A RETENIR

Le délit d'initié suppose une intention délictueuse, puisque le texte ne prévoit pas qu'une imprudence soit suffisante.

L'individu doit donc savoir qu'il détient une information privilégiée au moment où il réalise l'opération.

Lorsque l'infraction consiste à permettre à un tiers de réaliser une opération délictueuse, l'élément intentionnel réside dans le fait de donner en connaissance de cause le moyen de réaliser l'opération, sans qu'il soit exigé que l'auteur du délit sache ce que le tiers en fera.

Lorsque l'initié réalise l'opération pour lui-même, il lui sera aisé de prétendre qu'il aurait effectué l'opération de toute façon, à partir d'autres éléments, eux connus du grand public. Toutefois, une succession d'indices comme la chronologie troublante des événements, l'importance des opérations effectuées, l'absence d'explications alternatives convaincantes emportera l'intime conviction du juge.

La preuve de cet élément intentionnel est importante pour le cas particulier du délit d'initié causé à l'occasion d'un ramassage d'actions. Il a en effet été jugé, à une époque, que l'infraction était réalisable à l'occasion d'une offre publique d'acquisition, si celui qui était à l'origine de cette offre procédait, avant de la lancer, à un «ramassage» de titres pour diminuer le coût de l'opération. La Cour de cassation affirme aujourd'hui que le ramassage d'actions avant l'offre publique d'acquisition ne constitue pas en soi une infraction, sans permettre de conclure à une impunité absolue pour toutes les opérations de ramassage. Dans certaines situations, le délit d'initié sera constitué en raison du mobile poursuivi dénotant chez l'auteur de l'opération la volonté de porter atteinte à l'intégrité des marchés et manifestant une utilisation indue de l'information privilégiée. Le juge répressif devra se livrer à une appréciation au cas par cas – assez insatisfaisante – du mobile pour déterminer l'existence d'une infraction.

SECTION 2

Sanctions

PLAN

Nous examinerons successivement :

- les sanctions pénales et administratives ;
- le principe de l'absence de cumul des sanctions pénales et administratives ;
- le déroulement de l'enquête de l'AMF.

I. Les sanctions pénales et administratives

A RETENIR

Les délits d'initiés, qu'ils soient commis par usage d'une information privilégiée lors d'une opération ou par communication indue d'une telle information, peuvent être sanctionnés pénalement ou administrativement.

Le juge pénal peut sanctionner le délit comme sa tentative par **une peine d'emprisonnement de cinq années**, portée à dix années lorsque le délit est commis en bande organisée. Il peut aussi prononcer une **amende de 100 millions d'euro pour les personnes physiques, et de 500 millions d'euro pour les personnes morales**. Ce maximum peut être dépassé pour atteindre jusqu'à dix fois le montant de l'avantage retiré du délit, qui peut être un profit ou une perte évitée, sans que le montant de l'amende puisse être inférieur à cet avantage. Enfin, pour les personnes morales, l'amende peut être portée à 15 % de leur chiffre d'affaires annuel total.

Les peines complémentaires prévues par l'article 131-39 du Code pénal sont également applicables, notamment l'exclusion des marchés publics, l'interdiction de procéder à une offre au public de titres financiers ou de faire admettre ses titres financiers aux négociations sur un marché réglementé ou celle de percevoir toute aide publique attribuée par l'Etat, les collectivités territoriales, leurs établissements ou leurs groupements ainsi que toute aide financière versée par une personne privée chargée d'une mission de service public.

Le délai de prescription de l'action est fixé à 6 ans. Il court à compter de la commission du délit.

L'AMF, quant à elle, inflige des sanctions disciplinaires et pécuniaires, qui peuvent s'élever à **15 millions d'euro pour les personnes physiques et 100 millions d'euro pour les personnes morales**. A nouveau, ces montants peuvent aussi égaler le décuple des profits réalisés. La prescription applicable aux manquements susceptibles de sanction par la Commission des sanctions de l'AMF est passée de 3 à 6 ans depuis la loi PACTE du 22 mai 2019.

II. Absence de cumul des sanctions pénales et administratives

A RETENIR

Avant la loi du 20 juin 2016, une même personne pouvait être poursuivie pour les mêmes faits devant le juge pénal et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Cette faculté de cumul des poursuites semblait se heurter au principe *non bis in idem* selon lequel «nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement à raison des mêmes faits», consacré à l'article 368 du Code pénal et qui constitue un principe général du droit.

Longtemps, les juridictions nationales ont pourtant considéré que le principe *non bis in idem* ne valait que pour la matière pénale et ne devait donc pas s'appliquer au cumul des sanctions administratives et pénales dès lors que le montant global des sanctions ne dépassait pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues et que le cumul garantissait une sanction «effective, proportionnée et dissuasive».

Cependant, la légalité d'un tel cumul a connu un premier ébranlement en 2014 par l'arrêt Grande Stevens contre Italie de la Cour européenne des droits de l'Homme, au nom du principe *non bis in idem*.

A RETENIR

Le Conseil constitutionnel a achevé de remettre en cause cette double sanction. Dans une décision du 18 mars 2015, il a estimé que plusieurs articles du Code monétaire et financier étaient contraires au principe de nécessité des peines et a, ainsi, mis fin au cumul des répressions pénales (délits d'initiés) et administrative (manquements d'initiés) en matière financière en s'appuyant sur quatre arguments :

- les dispositions contestées tendent à réprimer les mêmes faits ;
- les deux répressions protègent les mêmes intérêts sociaux ;
- les faits sont susceptibles de faire l'objet de sanctions qui ne sont pas de nature différente ;
- les sanctions relèvent toutes deux des juridictions de l'ordre judiciaire.

Pour parer à cette prohibition constitutionnelle, et en la généralisant à tous les abus de marché, l'article 2 de la loi du 21 juin 2016 élabore un mécanisme d'aiguillage des poursuites administrative ou pénale par concertation entre l'AMF et le procureur de la République financier. Chacune de ces deux autorités se voit privée du pouvoir d'engager une poursuite dès lors que l'autre aurait déjà pris cette initiative à l'encontre de la même personne et pour les mêmes faits. La loi impose à chacune de ces autorités d'informer l'autre de son intention avant de déclencher la poursuite. L'autorité ainsi informée dispose d'un délai de deux mois pour faire connaître son intention de poursuivre elle aussi la même personne pour les mêmes faits (C. mon. fin., art. L 465-3-6). Si l'autorité informée garde le silence pendant ce délai, cela vaut acceptation de la poursuite par l'autre autorité. Si, au contraire, l'autorité informée fait savoir qu'elle souhaite aussi engager des poursuites, la première a 15 jours pour lui céder la place ou pour saisir le procureur général près la Cour d'appel de Paris aux fins de trancher l'opposition.

Depuis lors, de nouvelles décisions de la CEDH ont cependant réintroduit une certaine incertitude, en retenant qu'un cumul de sanctions administratives et pénales était possible à condition qu'il existe un lien matériel et temporel suffisamment étroit entre les poursuites (CEDH, 15 nov. 2016 et 6 juin 2019).

III. Le déroulement d'une enquête menée par l'AMF

PLAN

Nous envisagerons successivement :

- l'enquête et la notification des griefs ;
- l'instruction et l'audition.

A. Enquête et notification des griefs

A RETENIR

L'Autorité des marchés financiers (AMF) dispose d'un département surveillance composé d'analystes financiers qui traquent les anomalies sur les cours des valeurs cotées en France. Si une anomalie est repérée ou lorsqu'une plainte ou une demande des au-

torités - françaises ou étrangères - a été déposée, le secrétaire général de l'AMF décide d'ouvrir une enquête qui sera confiée à un binôme d'enquêteurs de l'AMF.

Le déroulement des enquêtes est encadré par la Charte de l'enquête (2017) qui détaille les principes de bonne conduite appliqués par les enquêteurs, ainsi que les comportements attendus des personnes sollicitées au cours des investigations.

L'enquête est en général confiée à un binôme d'enquêteurs. Selon l'AMF, la diversité d'origine professionnelle des enquêteurs permet de réunir l'ensemble des compétences techniques et juridiques nécessaires (auditeurs, comptables, actuaires, avocats, juristes, ingénieurs, magistrats, data scientists, ingénieurs quants, policiers, inspecteurs des impôts ou de la Banque de France, professionnels de marché, etc.).

Les enquêteurs, qui **ne peuvent se voir opposer le secret professionnel**, peuvent, en vertu des articles L. 621-10 et suivants du Code monétaire et financier :

- **demander la communication de tout document, quel qu'en soit le support** : communiqués des sociétés cotées en bourse, transactions boursières effectuées, rapports des commissaires aux comptes, courriers, agendas, relevés bancaires et téléphoniques, enregistrements téléphoniques de salle de marché, demandes internationales, etc. ;
- procéder à l'**audition** de toute personne concernée par l'enquête, qui est en droit de se faire assister du conseil de son choix ;
- **accéder aux locaux professionnels** ;
- effectuer des **visites domiciliaires** (y compris dans des lieux privés) au cours desquelles la **saisie** de documents pourra être réalisée, sur **autorisation du juge des libertés et de la détention** du tribunal compétent et en présence d'un officier de police judiciaire chargé de veiller au respect du secret professionnel et des droits de la défense.

L'entreprise ne doit pas faire obstacle aux investigations menées par les enquêteurs de l'AMF, sous peine de sanction administrative et/ou pénale :

- l'article L. 621-15, II, sous f) du Code monétaire et financier autorise la Commission des sanctions de l'AMF à sanctionner toute personne qui « refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels » ;
- l'article L. 642-2 du même code punit « d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euro le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'AMF effectuée dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2 ou de lui communiquer des renseignements inexacts ».

Pour éviter de telles sanctions, les entreprises et leurs personnels doivent donc :

- **répondre aux questions posées ou aux demandes de renseignements** qui leur sont adressées par les enquêteurs avec loyauté : ils sont invités à répondre avec diligence, loyauté et clarté à ces demandes et s'efforcer de fournir des réponses complètes et précises, en communiquant les pièces venant à l'appui de leurs réponses aux enquê-

teurs ;

- **coopérer** avec les enquêteurs : ils doivent **fournir aux enquêteurs les coordonnées de tout tiers** (commissaire aux comptes, membre du comité d'audit ou du conseil d'administration, consultant externe, prestataire externe, ancien salarié, conseil dans le cadre de l'enquête, tierce personne) que les enquêteurs estiment nécessaire ou utile de rencontrer ou contacter pour l'avancée de leur enquête ; **désigner un représentant qui sera l'interlocuteur privilégié des enquêteurs** et sera chargé de transmettre les demandes des enquêteurs aux services concernés, collecter les informations et procéder aux relances nécessaires ;
- communiquer les documents, les fichiers et les explications demandés dans des **délais raisonnables** : les documents et fichiers de réponse doivent également être transmis dans un **format facilement exploitable** ;
- conserver une **attitude neutre, professionnelle et courtoise** pendant toute la durée de l'enquête.

Avant de clôturer la phase d'enquête (qui dure en moyenne deux années), l'AMF adresse aux personnes susceptibles d'être mises en cause un courrier qui expose son analyse sur les éléments de fait et de droit recueillis au cours des investigations, auquel celles-ci peuvent répondre dans un délai d'un mois.

Les enquêteurs rédigent ensuite un **rapport d'enquête** indiquant si les faits relevés peuvent constituer des infractions boursières (manquements administratifs et/ou infraction pénale), transmis au collège de l'AMF.

Le collège de l'AMF décide alors des suites à donner. **Il peut classer le dossier, le transmettre à d'autres autorités, le transmettre au Parquet, ou ouvrir une procédure de sanction.** Le cas échéant, le collège de l'AMF adresse la notification des griefs aux personnes mises en cause, et transmet le rapport d'enquête, la notification des griefs et les pièces du dossier à la Commission des sanctions. La procédure entre alors dans sa phase contradictoire.

B. Instruction et audition

A RETENIR

La Commission des sanctions, indépendante du Collège, désigne un rapporteur qui procède à l'instruction du dossier. Les personnes mises en cause ont un délai de deux mois pour transmettre au président de la Commission leurs observations sur les griefs qui ont été notifiés.

Le rapporteur analyse ces observations et entend les mis en cause en audition, s'ils le demandent. A la suite de quoi, le rapporteur rédige son rapport qui constitue son analyse propre du dossier et qui clôt une phase d'instruction pendant laquelle seule la défense s'est exprimée. Ce rapport est envoyé aux mis en cause qui ont 15 jours pour faire parvenir à la Commission des sanctions leurs observations.

Puis vient la séance de la Commission des sanctions, non publique en principe, sauf si l'un des mis en cause en fait la demande et sous réserve de la protection du secret

des affaires. Un débat contradictoire a alors lieu entre le rapporteur, le commissaire du gouvernement, le représentant du collège, les personnes mises en cause et leurs conseils qui prennent la parole en dernier. A l'issue de la séance, les membres de la Commission se retirent pour délibérer, hors la présence du rapporteur, du représentant du Collège et du commissaire du Gouvernement. Ils doivent se prononcer sur l'ensemble des griefs notifiés.

SECTION 3

Prévention

PLAN

Différentes mesures ont été adoptées pour prévenir les délits d'initiés :

- établissement d'une liste d'initiés ;
- codification des obligations ;
- formation des initiés ;
- nomination d'un déontologue ;
- abstention dans le calendrier des fenêtres négatives.

I. Etablissement d'une liste d'initiés

A RETENIR

En vertu de l'article 18 du règlement MAR et de son règlement d'exécution, les émetteurs doivent satisfaire plusieurs obligations :

- établir une liste des initiés pour chaque information privilégiée, étant précisé qu'une liste d'initiés permanents peut également être établie par l'émetteur (ces initiés permanents sont toutefois présumés avoir accès à toutes les informations privilégiées concernant l'émetteur) ;

- adopter des mesures assurant que les initiés reconnaissent par écrit les obligations auxquelles ils sont soumis et ont connaissance des sanctions afférentes ;
- mettre à jour rapidement la liste d'initiés lorsque le motif pour lequel une personne est inscrite sur la liste change, lorsqu'un nouvel initié doit être ajouté à la liste et, inversement, lorsqu'une personne cesse d'avoir accès à des informations privilégiées ;
- communiquer cette liste d'initiés à l'autorité compétente dès que possible, à la demande de celle-ci ;
- conserver cette liste d'initiés pour une période d'au moins 5 ans après son établissement ou sa mise à jour.

Selon l'article 18.3 du règlement MAR, la liste d'initiés contient au minimum :

- l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées ;
- la raison pour laquelle cette personne figure sur la liste d'initiés ;
- la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilé-

giées ;

- la date à laquelle la liste d'initiés a été établie.

Il convient aussi d'informer les personnes concernées qu'elles sont initiées. Pour ce faire, en pratique, la direction juridique devra adresser des mails avec confirmation de lecture. Ces personnes ne sont pas seulement les dirigeants : les avocats, par exemple, sont initiés pour toutes les entreprises cotées pour lesquelles ils sont engagés. En sus de la liste d'initiés, les émetteurs sont aussi invités par l'AMF à établir une liste de tous les dirigeants et des personnes qui leur sont étroitement liées. Cette liste est communiquée à l'AMF et est régulièrement tenue à jour.

Les listes d'initiés doivent être établies selon le **format prévu par le règlement d'exécution 2016/347 du 10 mars 2016**, qui complète le règlement MAR en définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de leur mise à jour.

II. Codification des obligations

A RETENIR

L'AMF, dans son guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, recommande aux sociétés de formaliser dans un document écrit les obligations qui incombent aux personnes ayant accès à des informations privilégiées, ainsi que les mesures prises. Ce document, qui peut prendre la forme d'un «code de déontologie», doit inclure un rappel de la définition de l'information privilégiée, une description des dispositions légales et réglementaires en vigueur et une information sur les sanctions encourues.

Il doit distinguer deux types de mesures, s'agissant des dirigeants :

- les mesures «permanentes» qui peuvent figurer dans le règlement intérieur du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance et qui sont regroupées dans un chapitre spécifique traitant de la prévention du délit d'initié ;
- les mesures liées à une opération financière qui prennent la forme d'une procédure de prévention spécifique.

Ces procédures doivent être régulièrement actualisées. Leur application et leur efficacité font l'objet d'une évaluation par la société.

III. Formation des initiés

A RETENIR

L'AMF insiste sur la nécessité de développer auprès de l'ensemble des salariés une sensibilité, voire une culture sur la prévention des manquements d'initiés. Celle-ci passe par l'information et la formation de tous les collaborateurs concernés de l'entreprise.

Il faut veiller à ce que ces formations soient régulièrement mises à jour, notamment sur l'alourdissement des sanctions. L'emploi d'outils numériques de formation (vidéo, webinar, MOOC) est recommandé, en ce qu'ils permettent une formation continue et systématique des initiés.

IV. Nomination d'un déontologue

A RETENIR

Il est recommandé de nommer un déontologue, c'est-à-dire une personne chargée de donner un avis préalablement à toute transaction sur les titres de la société réalisée par une personne figurant sur la liste d'initiés.

Le dispositif peut être étendu à tous les salariés de la société. Pour le cas particulièrement critique du président-directeur général ou du directeur général, l'AMF recommande de doubler la consultation du déontologue d'une information *ex post*, mais le plus tôt possible, des membres du conseil d'administration ou de surveillance de la société.

V. Abstention dans le calendrier des fenêtres négatives

A RETENIR

Le règlement MAR impose que, pendant les périodes dites de «fenêtres négatives», les dirigeants d'une société cotée n'effectuent aucune transaction se rapportant à des instruments financiers liés à l'émetteur.

En principe réservée aux dirigeants, l'AMF recommande aux sociétés d'étendre l'application des fenêtres négatives à toutes les personnes qui ont accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées.

Avant le règlement, l'AMF recommandait déjà aux sociétés d'instaurer de telles fenêtres négatives applicables aux initiés de droit. Ces fenêtres étaient de :

- 30 jours calendaires minimum avant la publication des comptes annuels, semestriels et, le cas échéant, des comptes trimestriels complets ;
- 15 jours calendaires minimum avant la publication de l'information trimestrielle.

Le règlement MAR rend désormais obligatoire cette disposition en interdisant toute transaction sur les actions pendant une période de 30 jours calendaires précédant l'annonce d'un «rapport financier intermédiaire», mais ne donne aucune définition d'un tel rapport. Il précise néanmoins qu'il s'agit d'un rapport «que l'émetteur est tenu de rendre public conformément (a) aux règles de la plate-forme de négociation sur laquelle les actions sont admises ou (b) au droit national». L'AMF précise que l'obligation de publier une information trimestrielle ayant été supprimée en droit français, le délai de 30 jours prévu par le règlement MAR ne concerne pas la publication du chiffre d'affaires trimestriel pour les sociétés qui ont choisi de la maintenir. Dès lors, les sociétés appliquant la recommandation précitée de l'AMF (pas de transaction à compter de la date à laquelle les dirigeants ont connaissance du chiffre d'affaires trimestriel, et au minimum 15 jours

calendaires avant sa publication), ne devraient pas avoir à modifier leur pratique. En revanche, l'AMF considère que la diffusion par un émetteur d'un communiqué de presse sur les résultats annuels et semestriels constitue l'annonce du rapport financier annuel ou intermédiaire au sens du règlement MAR. Dès lors, la fenêtre négative débute 30 jours avant la publication du communiqué de presse concerné.

Il est possible à un dirigeant de justifier de circonstances exceptionnelles pour ne pas respecter une fenêtre négative. Celui-ci doit formuler par écrit et motiver une telle demande, qui doit être analysée par l'émetteur. Le dirigeant doit démontrer que la vente immédiate des actions est la seule alternative raisonnable pour obtenir un financement nécessaire, dans des conditions obéissant aux critères d'urgence, d'imprévisibilité et d'impérieosité. Lors de l'examen du caractère exceptionnel des circonstances, l'émetteur vérifie notamment :

- s'il existe un engagement financier ou une créance exécutoire au moment de la demande ;
- si la situation préexiste au début de la fenêtre négative et si le paiement est requis par un tiers, tel un passif d'impôt qu'il ne peut pas raisonnablement honorer sans procéder à une vente d'actions immédiate.

L'AMF, dans son guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée recommande d'adopter une procédure écrite qui décrit les modalités pratiques de mise en œuvre de cette procédure d'autorisation exceptionnelle.

A RETENIR

En dehors de ces fenêtres négatives, les dirigeants et les personnes qui leur sont liées doivent déclarer les transactions effectuées sur les instruments financiers d'une société cotée au plus tard 3 jours ouvrés après la date de la transaction.

CHAPITRE II Les conflits d'intérêts

SECTION 1

La notion de conflits d'intérêts

I. Définition

II. Illustrations

SECTION 2

L'encadrement des conflits d'intérêts en droit positif

I. Les situations de conflits d'intérêts dans le secteur public

- A. Prévention
- B. Identification
- C. Gestion
- D. Règlement intérieur de l'Assemblée nationale

II. Les situations de conflits d'intérêts dans le secteur privé

- A. Gouvernance des sociétés
- B. Relations employeur/salarié

SECTION 3

La prévention et la gestion des conflits d'intérêts en pratique

I. Les recommandations

II. Les politiques internes aux entreprises