

AFEP

**PREVENTION
DES DELITS D'INITIES**

Janvier 2008
(Mise à jour de juillet 2008)

Sommaire

PREAMBULE	4
NOTIONS CLES	5
LES OBLIGATIONS INCOMBANT AUX EMETTEURS	7
1. L’OBLIGATION DE DONNER AU PUBLIC UNE INFORMATION « EXACTE, PRECISE ET SINCERE »	7
2. L’OBLIGATION DE RENDRE PUBLIQUE TOUTE INFORMATION PRIVILEGIEE	7
3. L’OBLIGATION POUR L’EMETTEUR DE S’ABSTENIR D’INTERVENIR SUR SES PROPRES TITRES DURANT CERTAINES PERIODES	9
4. L’INSTAURATION D’UNE PERIODE D’EMBARGO AVANT LA PUBLICATION DES RESULTATS (« QUIET PERIOD »).....	9
5. LES PERIODES D’ABSTENTION POUR L’ATTRIBUTION DE STOCK OPTIONS OU LA CESSION D’ACTIONS GRATUITES (« FENETRES NEGATIVES »)	10
A. <i>Dispositions légales</i>	10
B. <i>Recommandations AFEP/MEDEF</i>	11
6. L’OBLIGATION D’ETABLIR DES LISTES D’INITIES	12
7. OBLIGATIONS PARTICULIERES AUX OFFRES PUBLIQUES	16
A. <i>Déclaration des interventions sur les titres de la société en période d’offre publique (article 231-38 du règlement général de l’AMF)</i>	16
B. <i>Dispositif de gestion des rumeurs d’offres publiques</i>	16
8. OBLIGATIONS EN CAS DE MISE EN ŒUVRE D’UNE PROCEDURE DE « DATA ROOM ».....	18
OBLIGATIONS DES MANDATAIRES SOCIAUX A L’EGARD DES TITRES DE LEURS SOCIETES	19
1. OBLIGATIONS DES DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX QUANT AUX MODALITES DE DETENTION DE TITRES DE LEUR SOCIETE	19
2. DISPOSITIF DE CONSERVATION PAR LES DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX DES ACTIONS ISSUES DES LEVEES D’OPTIONS OU DES ACTIONS ATTRIBUEES GRATUITEMENT	20
A. <i>Dispositif de conservation</i>	20
B. <i>Recommandations AFEP/MEDEF</i>	20
C. <i>Application du dispositif</i>	20
3. OBLIGATIONS DECLARATIVES DES DIRIGEANTS ET DES PERSONNES ETROITEMENT LIEES A CES DERNIERS	24
A. <i>Déclaration des dirigeants sur les titres de leurs sociétés (article L. 621-18-2 du code monétaire et financier)</i>	24
B. <i>Déclaration relative aux transactions effectuées sur les titres de l’émetteur dans le cadre d’un programme de rachat d’actions (article 241-5 du règlement général de l’AMF)</i>	31
PRATIQUE DES ENTREPRISES EN MATIERE DE PREVENTION DES DELITS D’INITIES	32
1. LA DETERMINATION DES PERIODES SENSIBLES CONCERNANT TOUTES LES OPERATIONS SUR LES TITRES DE LA SOCIETE AINSI QUE LES INSTRUMENTS FINANCIERS QUI LEUR SONT LIES	32
2. LES TITRES CONCERNES	33
3. LES REGLES CONCERNANT LES OPERATIONS PARTICULIERES : OPERATIONS SPECULATIVES, DE COUVERTURE, TRANSACTIONS SUR PRODUITS DERIVES	35
4. LA MISE AU NOMINATIF DES TITRES DES DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX.....	37
5. LA MISE EN PLACE DE PROCEDURES PERMETTANT DE CONTROLER L’ACCES A L’INFORMATION PRIVILEGIEE	37
OBLIGATIONS INCOMBANT AUX INTERMEDIAIRES FINANCIERS DE DECLARATION D’OPERATIONS SUSPECTES	39
LES SANCTIONS APPLICABLES	41
1. OBLIGATION D’ABSTENTION EN CAS DE DETENTION D’UNE INFORMATION PRIVILEGIEE	41
2. OBLIGATION DE DIFFUSER UNE INFORMATION EXACTE, PRECISE ET SINCERE	42
3. OBLIGATION DE RESPECTER LE BON FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ	43
4. RESPONSABILITE PENALE DE LA PERSONNE MORALE	44

ANNEXE I – DISPENSE DE DECLARATION DE LA CNIL.....	45
ANNEXE II - LIGNES DIRECTRICES DU CESR	51
ANNEXE III - RECOMMANDATION AMF N° 2003-01	66
ANNEXE IV - INSTRUCTION N° 2006-05 DU 3 FEVRIER 2006.....	70
ANNEXE V - INSTRUCTION N° 2006-01 DU 24 JANVIER 2006.....	72

PREAMBULE

Dans un souci de prévention des opérations d'initiés, les législations nationales et les autorités boursières des principales places financières ont développé, notamment avec l'entrée en vigueur de la directive Abus de marché, des corps de règles relatifs au traitement des informations privilégiées et aux interventions sur les marchés des détenteurs d'informations privilégiées. Ces règles se fondent sur le principe de l'égalité des investisseurs devant l'information, principe qui permet d'assurer l'intégrité des marchés financiers et la confiance du public.

Cette étude, recense la législation et la réglementation applicables en France et rappelle également les recommandations de l'AFEP et du MEDEF à ce sujet. Elle est complétée par des exemples de pratiques mises en œuvre par de grandes entreprises françaises.

Lorsqu'une société est cotée sur plusieurs places, (en particulier lorsqu'elle est également cotée en dehors de l'Union), les personnes en situation d'initiés peuvent être soumises à des législations ou réglementations locales qui peuvent s'ajouter aux textes décrits ci-après ; il en va de même lorsque la société est simplement réputée faire appel public à l'épargne sur d'autres places que celles de sa cotation.

NOTIONS CLES

➤ **Définition de l'information privilégiée (article 621-1 du règlement général de l'AMF)**

« Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. »

➤ **Qu'est-ce qu'une information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours d'un instrument financier ?**

Une telle information peut concerner, s'agissant de toute société cotée, aussi bien ses perspectives ou sa situation que les perspectives d'évolution des instruments financiers qu'elle a émis. Ces informations, dont la liste n'est pas exhaustive, peuvent ainsi porter sur :

- la stratégie (acquisition, alliance, cession ou autres changements d'actifs, changement dans le contrôle de la société ou changement de son équipe dirigeante...);
- les comptes (chiffre d'affaires, résultat opérationnel ou estimation de résultat...);
- les opérations financières (augmentation du capital, fusion...);
- tout fait ayant un impact significatif sur un actif ou un passif substantiel (brevet, contentieux importants, enquête ou procès menés par les autorités de tutelle...).

➤ **Qu'est-ce qu'un initié ?**

Est considérée comme initiée toute personne qui détient une information privilégiée et ce notamment en raison de :

- sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de la société ;
- sa qualité d'actionnaire dans le capital de la société ;

- son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une information financière.

Est également considérée comme initiée toute personne détenant une information privilégiée et qui sait, ou aurait dû savoir, qu'il s'agit d'une information privilégiée.

- Toute personne initiée peut l'être à titre permanent ou occasionnel (*voir infra* p.12 et 13).

➤ **Qu'est-ce qu'une information non publique ?**

Une information devra être considérée comme non publique si elle n'a pas été diffusée de façon publique et généralisée aux investisseurs. Ainsi, à titre d'illustration, une information ne devra pas être considérée comme publique tant qu'elle n'a pas été divulguée dans un communiqué de presse officiel, par une agence de presse ou un service de dépêches ou par un quotidien à grand tirage, ou lors d'une audio-conférence publique que les investisseurs peuvent suivre par téléphone ou via Internet ou dans des documents envoyés aux actionnaires comme, par exemple, un rapport annuel, un prospectus.

Le CESR (The Committee of European Securities Regulators) a publié des lignes directrices¹ en précisant qu'elles ne constituent pas de la législation européenne (cf. annexe II).

Ces lignes directrices seront reprises sur une base volontaire par les membres du CESR, c'est-à-dire les autorités de régulation des différents Etats membres.

Après avoir rappelé la définition de l'information privilégiée, le CESR donne notamment des indications sur :

- ce qu'est une information de nature précise,
- non rendue publique,
- susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'un instrument financier,
- et qui concerne directement ou indirectement l'émetteur d'instruments financiers.

¹ Market Abuse Directive. Level 3 –“second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” July 2007.

LES OBLIGATIONS INCOMBANT AUX EMETTEURS

1. L'obligation de donner au public une information « exacte, précise et sincère »

L'article 223-1 du règlement général de l'AMF dispose que l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère.

2. L'obligation de rendre publique toute information privilégiée

➤ Principes

L'émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée (article 223-2 du règlement général de l'AMF).

Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, il en assure une diffusion selon les modalités fixées à l'article 221-3 (diffusion effective et intégrale de l'information sur son site Internet) soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle. Ces dispositions ne s'appliquent pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que le fondement de celle-ci soit législatif, réglementaire, statutaire ou contractuel (article 223-3 du règlement général de l'AMF).

Tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de leur diffusion initiale (article 223-5 du règlement général de l'AMF).

Tout personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération. Toutefois, si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, cette personne peut prendre la responsabilité d'en différer la publication (article 223-6 du règlement général de l'AMF).

Lorsqu'une personne a été amenée à faire état publiquement de ses intentions et que, par la suite, ces dernières ne sont plus conformes à sa déclaration initiale, elle est tenue de porter rapidement à la connaissance du public ses nouvelles intentions (article 223-7 du règlement général de l'AMF).

➤ **Cas dans lesquels il est possible de différer la publication d'une information privilégiée (article 223-2 du règlement général de l'AMF)**

L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à **ses intérêts légitimes** si les **deux conditions suivantes** sont remplies :

- cette omission ne doit pas risquer d'induire le public en erreur ;
- l'émetteur doit être en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière.

Les moyens à mettre en œuvre

Afin d'assurer la confidentialité de l'information l'émetteur doit :

- 1) mettre en place les dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'entreprise émettrice ;
- 2) prendre les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information connaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information ;
- 3) mettre en place les dispositions nécessaires permettant la publication immédiate de cette information dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité.

La notion d'« intérêts légitimes »

Les « intérêts légitimes » peuvent notamment concerner les situations suivantes :

- 1) négociations en cours ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ des dispositions du code de commerce relatives aux difficultés des entreprises, la divulgation au public d'informations peut être différée pendant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants ou potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur ;
- 2) décisions prises ou contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, si la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, est de nature à fausser leur correcte appréciation par le public (article 223-2 du règlement général de l'AMF).

Les lignes directrices du CESR (cf. supra p. 6 et annexe II) donnent des exemples de cas où il peut être considéré comme légitime de différer la publication d'une information privilégiée.

3. L'obligation pour l'émetteur de s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres durant certaines périodes

Les émetteurs doivent s'abstenir d'intervenir sur leurs propres titres :

- 1) pendant la période comprise entre la date à laquelle cette société a connaissance d'une information privilégiée et la date à laquelle cette information est rendue publique ;
- 2) pendant la période de quinze jours précédant les dates auxquelles ses comptes consolidés annuels, ou à défaut ses comptes sociaux annuels, ainsi que ses comptes intermédiaires (semestriels et, le cas échéant, trimestriels) sont rendus publics.

L'application de ces dispositions peut être écartée lors de la mise en œuvre d'une pratique de marché admise si la décision d'acceptation de cette pratique le permet (article 631-6 du règlement général de l'AMF).

4. L'instauration d'une période d'embargo avant la publication des résultats (« quiet period »)

Le rapport du groupe de travail de la COB du 6 avril 2000, présidé par M. Jean-François Lepetit, sur les « Avertissements sur les résultats » recommande d'instaurer une période d'embargo avant la publication des résultats. Il indique en effet que l' *« entreprise se trouve dans une situation particulière au cours de la période précédant l'annonce de ses résultats, dans la mesure où ceux-ci sont connus en interne et, même s'ils sont sous embargo, il est en pratique bien difficile de ne donner aucune indication au marché dans le cadre de la communication financière. Les informations financières parcellaires vont également conduire leur destinataire à « imaginer » le résultat net.*

L'entreprise devrait ainsi faire précéder l'annonce de ses résultats d'une période pendant laquelle elle se refuse à donner des informations nouvelles sur ses affaires et ses résultats aux analystes financiers. Afin d'assurer une efficacité maximale à cette période d'embargo, l'entreprise devrait sensibiliser ses principaux responsables, y compris opérationnels, susceptibles d'être interrogés.

Cette période d'embargo sur les résultats ne dispense toutefois pas l'entreprise de fournir au marché financier des informations ponctuelles sur tout fait important survenu pendant cette période et susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument, tel que le requiert l'article 4 du Règlement n°98-07 de la COB². Dans un tel cas, ce doit être impérativement fait par voie de presse.

La longueur de cette période doit être adaptée aux spécificités de chaque entreprise, en tenant compte notamment de la plus ou moins grande rapidité de publication des résultats. Les entreprises devraient notamment fixer et faire connaître au marché une période maximale couvrant l'ensemble du processus de centralisation et de compilation de l'information

² Cette disposition figure désormais à l'article 223-2 du règlement général de l'AMF.

comptable, afin de ne pas interrompre exagérément le nécessaire dialogue avec la communauté financière. A titre indicatif, une période d'embargo de deux semaines avant la publication des résultats paraît satisfaisante ».

Ayant constaté que plusieurs informations transmises sous embargo par des dirigeants à des organes de presse avaient été révélées au marché, l'AMF a, dans un communiqué du 10 novembre 2004, rappelé aux dirigeants de société que le recours à une procédure d'embargo ne les dégage pas pour autant de leurs responsabilités et obligations en matière de transmission et d'utilisation d'informations sensibles. Elle précise que les dirigeants doivent ainsi veiller à ce que l'information soit donnée au marché dans les meilleurs délais et s'assurer que le processus de diffusion est correctement maîtrisé quant au choix du support et à la chronologie de la diffusion afin d'éviter que des intervenants sur le marché aient connaissance de l'information par d'autres sources que la société.

5. Les périodes d'abstention pour l'attribution de stock options ou la cession d'actions gratuites (« fenêtres négatives »)

A. Dispositions légales

➤ Interdiction d'attribuer des *stock options* à certaines périodes (article L. 225-177 du code de commerce)

Le conseil d'administration ou, le cas échéant, le directoire ne peut consentir des options :

- 1) dans le délai de dix séances de bourse précédant et suivant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut les comptes annuels, sont rendus publics ;
- 2) dans le délai compris entre la date à laquelle les organes sociaux de la société ont connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence significative sur le cours des titres de la société, et la date postérieure de dix séances de bourse à celle où cette information est rendue publique ;
- 3) dans le délai de moins de vingt séances de bourse après le détachement des actions d'un coupon donnant droit à un dividende ou à une augmentation de capital.

➤ Interdiction de céder les actions gratuites à certaines périodes (article L. 225-197-1 du code de commerce)

A l'issue de la période d'obligation de conservation, il est interdit pour tout attributaire d'actions gratuites (mandataires sociaux ou salariés) de céder les actions :

- 1) dans le délai de dix séances de bourse précédant et suivant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut les comptes annuels, sont rendus publics ;
- 2) dans le délai compris entre la date à laquelle les organes sociaux de la société ont connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence significative sur le cours des titres de la société, et la date postérieure de dix séances de bourse à celle où cette information est rendue publique.

Ce dispositif de « fenêtres négatives » directement inspiré de celui s'appliquant aux organes sociaux au moment de l'attribution des stock options est inadapté à la cession d'actions attribuées gratuitement, qui plus est s'agissant de tout salarié (voire d'anciens salariés) qui devrait être en mesure de savoir si les organes sociaux ont connaissance d'une information privilégiée. A terme, il conviendra que cette disposition inapplicable soit supprimée (voir également p.31)

B. Recommandations AFEP/MEDEF³

➤ **Périodicité régulière des attributions**

« Une périodicité régulière des attributions doit éviter l'octroi d'options d'actions de manière opportuniste dans des périodes de baisse exceptionnelle des cours. Il est recommandé d'effectuer les attributions à date fixe, par exemple après la publication des comptes et sans doute chaque année pour diminuer l'impact de la volatilité des cours ».

➤ **« Fenêtres négatives » pour les levées d'options des dirigeants mandataires sociaux**

« Le conseil d'administration ou de surveillance fixe les périodes, précédant la publication des comptes, pendant lesquelles l'exercice des options d'actions n'est pas possible. Le cas échéant, il détermine également la procédure que doivent suivre les dirigeants mandataires sociaux avant d'exercer des options d'actions, pour s'assurer qu'ils ne disposent pas d'informations privilégiées susceptibles d'empêcher cet exercice ».

La seule levée d'options n'est, a priori, pas concernée par les règles relatives à l'information privilégiée, car le nombre et le prix des actions pouvant être obtenues sont déterminés à l'avance. Il en va bien sûr différemment lorsque la levée est suivie en tout ou partie d'une revente (opération *cashless*) (cf. infra p. 30).

➤ **Couverture des risques**

« Les dirigeants mandataires sociaux en activité qui sont bénéficiaires de stock options ou d'actions gratuites ne doivent pas recourir à des opérations de couverture de leur risque ».

Cette recommandation a une portée générale : elle s'applique également aux actions issues des levées d'options.

³ Recommandations AFEP/MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés cotées (janvier 2007).

6. L'obligation d'établir des listes d'initiés

Cette obligation est précisée dans une position de l'AMF relative à l'établissement des listes d'initiés par les émetteurs d'instruments financiers⁴. Elle indique :

« Aux termes de l'article L. 621-18-4 du code monétaire et financier, les émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée, sont tenus d'établir, de mettre à jour et de communiquer à l'AMF, sur support papier ou par courrier électronique, lorsque celle-ci en fait la demande, une liste des personnes travaillant en leur sein et ayant accès aux informations privilégiées les concernant directement ou indirectement, ainsi que des tiers agissant en leur nom ou pour leur compte, ayant accès à ces informations dans le cadre des relations professionnelles qu'ils entretiennent avec eux.

Dans les mêmes conditions, ces tiers sont eux-mêmes tenus d'établir, de mettre à jour et de communiquer à l'AMF leur propre liste.

Tant l'émetteur que les tiers ont toute latitude pour établir soit une liste unique regroupant les personnes ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à l'information privilégiée concernant l'émetteur soit des listes d'initiés permanents et des listes d'initiés occasionnels ».

➤ Définition des initiés permanents et des initiés occasionnels

Dans le même document, l'AMF précise la définition des initiés permanents et des initiés occasionnels.

- *« Les initiés permanents : il s'agit des personnes ayant un accès régulier, en raison de leur fonction, à des informations privilégiées concernant l'émetteur. Ces personnes peuvent appartenir à deux catégories :*
- *Les personnes « travaillant » au sein de l'émetteur, telles que, suivant la taille, le mode d'organisation ou l'activité de l'émetteur, les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance, ainsi que tout autre salarié ou préposé de l'émetteur, dès lors que ces personnes ont un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur.*
- *Les tiers agissant au nom et pour le compte de l'émetteur ayant accès à des informations privilégiées « dans le cadre de leurs relations professionnelles » avec l'émetteur, c'est-à-dire les professionnels qui entretiennent des relations régulières leur donnant accès à des informations privilégiées, les conseils habituels de l'émetteur ou encore les sociétés assurant des fonctions qui sont externalisées par l'émetteur.*

⁴ Position de l'AMF du 18 janvier 2006 mise à jour le 14 novembre 2007.

A leur tour, ces tiers doivent établir leur propre liste, qui comporte, dans le prolongement de la liste établie par l'émetteur, les noms des collaborateurs initiés dans le cadre de la relation professionnelle avec l'émetteur. Sur la liste de l'émetteur ne figurera que la dénomination sociale (dans le cas le plus fréquent des personnes morales) ou le nom (pour les prestataires indépendants) des tiers à l'exclusion du nom des collaborateurs personnes physiques en charge du dossier chez ces tiers.

A compter du 1^{er} novembre 2007, les commissaires aux comptes intervenant dans le cadre de leur mission légale conformément aux articles L. 823-9 et suivants du code de commerce ne sont plus assujettis à ce dispositif. Cette mission leur ayant été conférée par la loi dans l'intérêt public, les commissaires aux comptes ne sont pas en effet réputés agir dans ce cadre « pour le compte de l'émetteur ».

Les missions de nature contractuelle demeurent en revanche dans le champ d'application du régime des listes d'initiés. Ainsi, lorsque ces missions sont confiées à un cabinet de commissariat aux comptes, l'émetteur doit mentionner, sur sa liste permanente, le nom de la personne morale au sein de laquelle le commissaire aux comptes, personne physique, exerce ses fonctions. Le cabinet de commissariat aux comptes devra pour sa part établir sa propre liste dans laquelle il mentionnera notamment le nom des commissaires aux comptes, des collaborateurs en charge de ces missions ainsi que des experts extérieurs auxquels il a éventuellement fait appel pour l'exécution de ces travaux.

- ***Les initiés occasionnels*** : il s'agit de personnes ayant accès ponctuellement à des informations privilégiées concernant l'émetteur, du fait notamment de leur intervention dans la préparation d'une opération financière particulière. Là encore, ces personnes peuvent appartenir à deux catégories :
 - *les personnes « travaillant » au sein de l'émetteur, par exemple les salariés et préposés ayant accès à une information privilégiée à raison par exemple de leur compétence particulière au regard d'un projet d'acquisition.*
 - *les tiers agissant au nom et pour le compte de l'émetteur ayant accès à des informations privilégiées « dans le cadre de leurs relations professionnelles » avec l'émetteur lors de la préparation ou la réalisation d'une opération ponctuelle tels que les prestataires de services tels que notamment les avocats, les banques de financement et d'investissement, qui travaillent, par exemple, avec l'émetteur sur le montage d'une opération ou un projet d'opération ou encore les agences de communication choisies pour cette opération. Les agences de notation sont également concernées dans la mesure où elles agissent à la demande de l'émetteur et ont accès à des informations privilégiées concernant l'émetteur.*

Ces tiers devront établir leur propre liste. S'agissant par exemple, d'un émetteur recourant aux conseils d'un cabinet d'avocats pour la préparation d'une opération financière, l'émetteur devra inscrire sur sa liste le nom du cabinet intervenu. Ce cabinet devra à son tour inclure dans sa liste le nom de toutes les personnes travaillant en son sein qui ont accès à l'information privilégiée du fait de leur participation à l'opération, tels notamment les collaborateurs, traducteurs ou documentalistes ayant accès au dossier.

Sa liste devra également mentionner le nom des tiers prestataires auxquels il a fait appel dans le cadre de la préparation de l'opération.

Quant aux analystes et aux journalistes financiers, ils ne sont a priori pas concernés, dans la mesure où ils ne devraient pas en principe disposer d'informations privilégiées sur l'émetteur. S'ils venaient à détenir de telles informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec l'émetteur, ils devraient figurer sur la liste d'initiés dudit émetteur.

Conformément à l'article 223-30 du règlement général, les émetteurs et les tiers sont tenus d'informer les personnes mentionnées sur la liste de leur inscription sur la liste ainsi que des obligations d'abstention découlant de la détention d'une information privilégiée. Cette information pourra être fournie soit au cours de l'entrée en fonction des personnes amenées à figurer sur la liste (ainsi pour les initiés permanents) soit au jour de leur inscription sur la liste (initiés occasionnels). »

➤ **Obligations vis-à-vis de l'AMF**

a) Communication des listes à l'AMF (article 223-27 du règlement général de l'AMF)⁵

L'émetteur doit communiquer par écrit à l'AMF, lorsque celle-ci en fait la demande, la liste des personnes ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées.

La liste des personnes et des tiers ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées qui doit être établie par les tiers est communiquée à l'AMF dans les mêmes conditions et selon les mêmes modalités.

Dans son communiqué du 18 janvier 2006, l'AMF précise que la communication à l'AMF est effectuée sur support papier ou par courrier électronique.

b) Contenu des listes (article 223-28 du règlement général de l'AMF)

Les listes indiquent notamment :

- 1) le nom ou la dénomination de chacune des personnes ;
- 2) le motif justifiant son inscription sur la liste ;
- 3) les dates de création et d'actualisation de la liste.

c) Mise à jour des listes (article 223-29 du règlement général de l'AMF)

Les listes doivent être rapidement mises à jour dans les cas suivants :

- 1) en cas de changement du motif justifiant l'inscription d'une personne sur la liste ;
- 2) lorsqu'une nouvelle personne doit être inscrite sur la liste ;
- 3) lorsqu'une personne cesse d'être inscrite sur la liste, en mentionnant la date à laquelle cette personne cesse d'avoir accès à des informations privilégiées.

⁵ L'ANSA a publié en 2006 un guide à l'attention des sociétés cotées pour l'établissement des listes d'initiés et l'information des personnes concernées, qui a été mis à jour (3^{ème} édition révisée le 4 décembre 2007).

d) Information des personnes concernées (article 223-30 du règlement général de l'AMF)

Les émetteurs et les tiers sont tenus d'informer les personnes mentionnées sur la liste de leur inscription sur la liste, des règles applicables à la détention, à la communication et à l'exploitation d'une information privilégiée et des sanctions encourues en cas de violation de ces règles.

e) Conservation des listes (article 223-31 du règlement général de l'AMF)

Les listes doivent être conservées au moins cinq ans après leur établissement ou leur mise à jour.

➤ **Obligations vis-à-vis de la CNIL**

La CNIL dispense de toute formalité déclarative préalable les traitements automatisés qui ont permis la tenue des listes d'initiés lorsqu'ils satisfont aux conditions posées par la délibération de la CNIL n° 2006-186 du 6 juillet 2006 publiée au JO du 4 août 2006 décidant la dispense de déclaration de certains traitements automatisés de données personnelles ayant pour finalité la tenue, l'utilisation et la communication des listes d'initiés.

Dans ce document (cf. annexe I), la CNIL précise :

- 1) le champ d'application de la dispense ;
- 2) la finalité des traitements et des personnes concernées ;
- 3) les données susceptibles d'être traitées ;
- 4) les modalités de mise à jour et la durée de conservation des données ;
- 5) les destinataires des données ;
- 6) les mesures de sécurité ;
- 7) le recours à un prestataire ;
- 8) l'information et les droits des personnes concernées ;
- 9) l'interconnexion ou la mise en relation avec d'autres traitements ;
- 10) les limitations de la portée de la dispense.

Le CESR, dans ses lignes directrices (cf. supra p. 6 et annexe II), envisage le cas des émetteurs cotés sur plusieurs places européennes qui doivent respecter des exigences différentes pour l'établissement des listes d'initiés, la directive n'ayant pas été transposée de manière uniforme d'un Etat membre à l'autre. Compte tenu de cette difficulté, le CESR préconise que les autorités de régulation compétentes reconnaissent les listes d'initiés établies selon les exigences de l'Etat membre dans lequel l'émetteur a son siège social.

7. Obligations particulières aux offres publiques

A. Déclaration des interventions sur les titres de la société en période d'offre publique (article 231-38 du règlement général de l'AMF)

Les personnes concernées, les membres de leurs organes d'administration, de surveillance ou de direction, les établissements présentateurs et les établissements-conseils, les personnes ou entités détenant, directement ou indirectement, au moins 5 % du capital ou des droits de vote aux assemblées générales et les autres personnes ou entités agissant de concert avec elles doivent déclarer à l'AMF chaque jour, après la séance de négociation, les opérations d'achat et de vente qu'ils ont effectuées sur les titres concernés par l'offre, ainsi que toute opération ayant pour effet de transférer, immédiatement ou à terme, la propriété des titres ou des droits de vote.

La même obligation de déclaration s'applique aux personnes ou entités qui ont acquis, directement ou indirectement, depuis le dépôt du projet de note d'information, une quantité de titres de la société visée représentant au moins 0,5 % de son capital, tant qu'ils détiennent cette quantité de titres.

Les déclarations doivent préciser :

- 1) le nom et l'adresse du vendeur ou de l'acquéreur ;
- 2) la date de la négociation ou de la cession ;
- 3) le nombre de titres traités et le cours de la transaction ;
- 4) le nombre de titres et de droits de vote possédés à l'issue de la transaction.

Dans le cas d'une offre publique d'échange, les déclarations s'entendent des opérations portant sur les titres de l'initiateur et ceux de la société visée.

B. Dispositif de gestion des rumeurs d'offres publiques

Le nouveau dispositif de gestion des rumeurs, institué par la loi du 31 mars 2006 et précisé par les articles 223-32 à 223-35 du règlement général de l'AMF, est entré en vigueur le 30 septembre 2006. Inspiré de la Rule 2 du « *City code on takeovers and mergers* » britannique, il a pour objet, comme le souligne le sénateur Marini dans son rapport⁶, « *d'atténuer les conséquences néfastes des rumeurs d'OPA sur le fonctionnement des marchés, comme de renforcer la prévention des délits d'initiés et des manipulations de cours* ».

⁶ Rapport n° 197 fait au nom de la commission des finances du Sénat sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition.

➤ **Le déclenchement de la déclaration d'intention**

L'article 223-32 précise quels sont les faits générateurs de l'obligation déclarative : « *Sans préjudice des dispositions de l'article 223-6, en particulier lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles, l'AMF peut demander aux personnes dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent, seules ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, une offre publique d'acquisition d'informer, dans un délai qu'elle fixe, le public de leurs intentions. Il en est ainsi, notamment, en cas de discussions entre les émetteurs concernés ou de désignation de conseils, en vue de la préparation d'une offre publique* ».

Le texte ne définit pas ce que l'on entend par « motifs raisonnables » permettant de penser que des personnes préparent une offre publique, ce qui laisse à l'AMF un très large pouvoir d'appréciation.

L'AMF a toutefois apporté certaines précisions⁷ sur les conditions dans lesquelles elle est amenée à intervenir.

Elle indique : « *Tout d'abord, il convient de rappeler que le nouveau dispositif ne se substitue pas aux règles générales d'information applicables en cas de préparation d'une opération financière qui figurent aux articles 223-6 et 223-7. C'est, en effet, sur leur fondement que l'AMF est régulièrement conduite à rappeler leurs obligations d'information aux émetteurs ou aux initiateurs d'opérations financières à qui il appartient :*

- *soit de porter à la connaissance du marché, dès que possible, les caractéristiques d'une opération en préparation ;*
- *soit d'être en mesure de préserver la confidentialité d'une opération en préparation.*

Il doit être souligné, par ailleurs, que le nouveau dispositif de gestion des rumeurs constitue une faculté que l'AMF peut utiliser en tant que de besoin, en particulier lorsque le marché d'un titre fait l'objet de variations significatives et inhabituelles de prix ou de volumes.

Lorsque l'AMF envisage de mettre en œuvre cette faculté, la consultation préalable de la société « cible », même si elle n'est pas requise par la réglementation, apparaît opportune, comme le montre la pratique du Takeover Panel au Royaume Uni. L'AMF conserve cependant sa liberté d'appréciation au cas par cas.

Enfin, l'AMF informe le marché par voie de communiqué des cas dans lesquels l'article 223-35 trouve application afin que celui-ci dispose d'une information claire sur la situation de l'acquéreur éventuel ».

➤ **Les modalités de la déclaration**

Selon l'article 223-32 alinéa 2, l'information est portée à la connaissance du public, par voie de communiqué, soumis préalablement à l'appréciation de l'AMF et dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale.

⁷ Rapport annuel pour 2006 (p. 132 et 133).

➤ Les conséquences de la déclaration

- Conséquences en cas de déclaration positive

L'article 223-33 précise que lorsque les personnes mentionnées à l'article 223-32 déclarent avoir l'intention de déposer un projet d'offre publique, l'AMF fixe la date à laquelle elles doivent publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet d'offre ou, selon le cas, déposer un projet d'offre. Aux termes du deuxième alinéa de l'article 223-33, le communiqué « porte notamment sur les conditions financières du projet d'offre, les accords pouvant avoir une incidence sur sa réalisation, la participation détenue dans l'émetteur concerné, les éventuelles conditions préalables au dépôt du projet d'offre et le calendrier envisagé ». L'AMF « peut demander tout renseignement qu'elle juge nécessaire » pour compléter son information.

- Conséquences en cas de déclaration négative

L'article 223-35 précise que lorsqu'elles déclarent ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre, ou lorsqu'elles sont réputées ne pas avoir une telle intention en application du dernier alinéa de l'article 223-33, les personnes mentionnées à l'article 223-32 ne peuvent, pendant un délai de six mois à compter de leur déclaration ou de l'échéance du délai mentionné à l'article 223-33 (à savoir du délai imparti par l'AMF pour publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet d'offre ou déposer un projet d'offre), procéder au dépôt d'un projet d'offre, sauf si elles justifient de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même.

Pour assurer le respect de cette interdiction, il est ajouté que les personnes visées doivent déclarer immédiatement tout accroissement d'au moins 2 % du nombre de titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de l'émetteur concerné qu'elles possèdent.

8. Obligations en cas de mise en œuvre d'une procédure de « data room »

En 2003, la COB a été amenée à publier une recommandation n° 2003-01 (cf. annexe III) sur les obligations incombant à une société cotée en cas de mise en place d'une procédure de « data room » en vue de la cession d'une participation par l'un de ses actionnaires. En effet, ces « data rooms » ouvrent aux acquéreurs potentiels de cette participation l'accès à une somme parfois considérable de documents contenant des informations de toute nature relative à l'émetteur. En raison du caractère confidentiel des informations ainsi communiquées par la société, pour les besoins exclusifs d'une transaction entre tiers, et de l'accès privilégié qui y est réservé, la COB a précisé dans cette recommandation les conditions de mise en œuvre de la procédure de « data room » et les obligations qui s'imposent aux parties.

OBLIGATIONS DES MANDATAIRES SOCIAUX A L'EGARD DES TITRES DE LEURS SOCIETES

1. Obligations des dirigeants mandataires sociaux⁸ quant aux modalités de détention de titres de leur société

➤ Mise sous forme nominative ou de dépôt des actions (article L. 225-109 du code de commerce)

Les dirigeants mandataires sociaux, leurs conjoints non séparés de corps, les représentants permanents des personnes morales sont tenus de convertir au nominatif les actions au porteur qui leur appartiennent ou qui appartiennent à leurs enfants mineurs non émancipés ou de déposer ces actions dans une banque, dans un établissement financier ou chez un prestataire de service d'investissement. Il s'agit des actions émises par la société elle-même, par ses filiales, par la société dont elle est filiale ou par les autres filiales de cette dernière société.

Ce dispositif est précisé par les articles R. 225-110 à R. 225-112 du code de commerce.

Est puni d'une amende de 9 000 euros le fait pour toute personne de ne pas satisfaire à ces obligations (article L. 247-4 du code de commerce).

La rédaction de cet article est antérieure à la dématérialisation des titres. Désormais, toutes les valeurs mobilières, qu'elles soient nominatives ou au porteur, ne peuvent être représentées que par une inscription en compte ouvert au nom de leur propriétaire et tenu soit par la société émettrice, soit par un intermédiaire financier. Il faut donc comprendre de cette rédaction, que les dirigeants mandataires sociaux peuvent détenir leurs titres soit au porteur, soit au nominatif⁹.

➤ Interdiction de détenir les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (article L. 228-35-8 du code de commerce)

Les dirigeants mandataires sociaux, leurs conjoints non séparés de corps ainsi que leurs enfants mineurs non émancipés ne peuvent détenir, sous quelque forme que ce soit, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote émises par cette société.

⁸ Par dirigeants mandataires sociaux on entend le président, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire ou le gérant d'une société par actions.

⁹ Dans ce sens, avis du Comité juridique de l'ANSA du 12 septembre 2001 (comm. ANSA n° 3099.3). L'article R. 225-112 issu du décret de codification du 25 mars 2007, texte légèrement modernisé de l'ancien article 153-3 du décret du 23 mars 1967, renforce une telle interprétation.

2. Dispositif de conservation par les dirigeants mandataires sociaux des actions issues des levées d'options ou des actions attribuées gratuitement

Ce dispositif a été introduit par la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié. Il a notamment pour objet de prévenir les délits d'initiés.

A. Dispositif de conservation

Le conseil d'administration ou, selon le cas, le conseil de surveillance soit décide que les options ne peuvent être levées (ou les actions cédées) par les intéressés avant la cessation de leurs fonctions, soit fixe la quantité des actions issues de levées d'options (ou des actions) qu'ils sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions (articles L. 225-102-1 et L. 225-197-1 du code de commerce).

L'information sur le dispositif de conservation des actions issues des levées ainsi que des actions gratuites doit être publiée **dans le rapport de gestion** visé à l'article L. 225-102-1 du code de commerce.

L'assemblée générale doit également être informée du dispositif de conservation **dans le rapport spécial**¹⁰.

B. Recommandations AFEP/MEDEF¹¹

« Le conseil d'administration ou le conseil de surveillance fixe périodiquement le nombre des actions issues de levées d'options ou d'actions gratuites que le président du conseil, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire ou le gérant d'une société par actions sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la fin de leurs fonctions ».

C. Application du dispositif

Les obligations de blocage concernent les options consenties et/ou les actions attribuées à compter du 1^{er} janvier 2007.

➤ **Première branche de l'alternative : les options ne peuvent être levées ou les actions cédées par les intéressés avant la cessation de leurs fonctions.**

¹⁰ Pour les attributions de stock options, l'article L. 225-184 du code de commerce dispose : « Un rapport spécial informe chaque année l'assemblée générale ordinaire des opérations en vertu des dispositions prévues aux articles L. 225-177 à L. 225-186 du code de commerce ».

Pour les attributions gratuites d'actions, l'article L. 225-197-4 du code de commerce dispose : « Un rapport spécial informe chaque année l'assemblée générale ordinaire des opérations réalisées en vertu des dispositions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 du code de commerce ».

¹¹ Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés cotées de janvier 2007.

La durée de validité des plans d'options est fixée par l'assemblée générale extraordinaire ou par le conseil sur délégation de cette dernière : elle est fixée entre 6 et 10 ans pour les sociétés du CAC 40. Il est en revanche difficile de prévoir quelle sera la durée des fonctions d'un dirigeant.

Il pourrait être envisagé d'allonger la durée de validité des plans d'options pour les dirigeants (par exemple à 15 ans), mais cela pourrait toujours s'avérer insuffisant dans certains cas.

Une autre solution pourrait être de prévoir des conditions permettant de prolonger la durée de vie des options. Cependant, ces plans devenant à durée indéterminée, la charge comptable correspondante serait très élevée.

Hormis la situation où le terme des fonctions est prévisible, cette première branche de l'alternative ne paraît pas opportune, notamment pour les raisons **suivantes** :

- le dirigeant serait conduit à lever en une seule fois ou à céder (dans le cadre des actions gratuites) un nombre important d'options ou d'actions, ce qui risque de poser un problème d'acceptabilité, en particulier lorsque le mandat aura été long, les montants cumulés étant alors *a priori* plus importants ;
- dans certains cas, le dirigeant pourrait être incité à quitter l'entreprise de façon prématurée pour lever les options ou céder les actions.

➤ **Deuxième branche de l'alternative : le conseil d'administration ou de surveillance fixe la quantité des actions issues des levées d'options (ou des actions gratuites) qu'ils sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions.**

Rien ne semble interdire qu'un conseil d'administration choisisse la première branche de l'alternative pour un mandataire social et la deuxième branche pour un autre.

Il n'y a pas de minimum requis par le texte de loi. Cependant, il apparaît souhaitable que les conseils prennent en compte **les principes directeurs suivants** et :

- veillent à délibérer sur le dispositif de conservation dès le moment de ces attributions ;
- établissent un lien entre le nombre d'options (ou d'actions) attribuées et celles qui doivent être conservées : l'obligation de conservation ne saurait être totalement symbolique ;
- tiennent compte de la situation particulière de chaque société : par exemple, les règles peuvent être différentes selon la volatilité des titres en bourse ;
- tiennent compte également de la situation individuelle de chaque dirigeant (par exemple, ancienneté dans l'entreprise, nombre d'actions déjà détenues), étant précisé qu'un dirigeant ne saurait être dispensé *a priori* des nouvelles obligations au motif qu'il est un actionnaire important de la société ;
- prévoient des formules compréhensibles pour les actionnaires et en justifient toute évolution dans le temps.

➤ Les règles de conservation envisageables

- Prévoir que la quantité d'actions issues des levées d'options à conserver dépend du gain d'acquisition net ; ce pourrait être, par exemple, un pourcentage du nombre d'actions restantes, issues de la levée, après la cession de la quantité d'actions nécessaire au financement de la levée, au paiement de l'impôt, des prélèvements sociaux et des frais relatifs à la transaction.

Dans ce cadre, la quantité d'actions n'est pas déterminée à l'avance, mais elle est déterminable objectivement, par un mécanisme automatique indépendant de la volonté des intéressés. Cette formule répond donc pleinement aux exigences de la loi.

L'avantage de cette formule est sa souplesse : plus la plus-value est élevée et plus la quantité d'actions à conserver est importante.

Dans le rapport annuel, et dans la mesure où le nombre d'actions n'est déterminable qu'au moment de la levée, il sera indiqué que le dirigeant devra conserver par exemple x % du nombre d'actions restantes, après financement de la levée et paiement des impôts et charges. Le principal inconvénient est qu'il est difficile de communiquer sur ce type de formule, les médias, notamment, ayant tendance à ne retenir qu'un gain brut¹².

Lorsqu'il s'agit d'un mandataire social relevant d'un régime fiscal étranger, il peut être nécessaire d'envisager une formule adaptée qui serait fonction, par exemple, du gain d'acquisition brut, hors impôts et frais afférents à la levée.

- Fixer une quantité d'actions à conserver en prenant pour objectif le salaire du dirigeant (par exemple, les deux dernières années).

Dans cette formule le conseil délibère sur la quantité requise pour plusieurs plans et fixe par conséquent, à l'avance, un plafond d'actions à détenir en permanence par référence à la rémunération du dirigeant. Cela étant, une fois que le plafond est atteint, le texte de loi ne semble pas dispenser le conseil de délibérer sur la quantité d'actions à conserver, à l'occasion de chaque attribution nouvelle. On peut toutefois considérer que l'objectif étant satisfait, le nombre d'actions à conserver peut être réduit pour les attributions futures.

La référence à la rémunération du dirigeant peut aussi bien être assise sur la partie fixe (présentation *a priori* plus aisée vis-à-vis des actionnaires et référence moins sujette à variation) que sur la partie variable ou encore sur d'autres composants de la rémunération.

- Fixer une quantité d'actions à conserver en combinant les deux règles précédentes soit : un objectif en terme de pourcentage de la rémunération du dirigeant (sur plusieurs années) et un pourcentage d'actions à détenir lors de chaque attribution après autofinancement.

¹² A titre d'exemple, pour une croissance de la valeur de l'action de 5 % par an sur 4 ans, la plus-value d'acquisition nette (moins les charges sociales et fiscales au taux de 30 % + 11 %) ne financerait que 13 % des actions issues de la levée d'options.

Dans cette formule, une fois le plafond atteint en termes de pourcentage de la rémunération, le nombre d'actions à conserver au titre de la deuxième formule peut être réduit.

- Prévoir une règle progressive : plus le dirigeant lèverait tardivement ses options, plus le quantum d'actions à conserver serait important.

En retardant la date de la levée, le dirigeant réduit son risque capitalistique toutes choses égales par ailleurs. Aussi, si la levée est tardive, il pourrait être envisagé de renforcer la contrainte de conservation qui devient plus courte.

- Prévoir un nombre fixe d'actions à conserver : il s'agit de la formule la plus simple et la plus facilement compréhensible pour les actionnaires mais qui ne prend en compte ni les contraintes de financement pesant sur les dirigeants au moment de la levée, ni le montant des plus-values dégagées, même si celles-ci sont faibles.

Quelle que soit la formule choisie, il conviendra qu'elle soit compatible avec d'éventuels critères de performance.

➤ **La règle de conservation doit-elle figurer dans le règlement du plan ?**

Il appartient à chaque société de se déterminer sur cette question. Si la règle de conservation ne figure pas dans le plan, il convient de la faire figurer dans une lettre adressée à chaque dirigeant concerné pour qu'elle lui soit opposable.

➤ **Peut-on prendre en compte le nombre d'actions détenues par le dirigeant avant l'entrée en vigueur de la loi pour déterminer le volume d'actions à conserver ?**

D'un point de vue strictement juridique, le dispositif n'a vocation à s'appliquer que pour les attributions intervenues à compter de l'entrée en vigueur de la loi. On ne peut en conséquence, sauf à recueillir l'accord du dirigeant, lui imposer une conservation sur l'intégralité ou une partie du stock d'actions déjà détenues. En revanche, rien n'interdit au dirigeant d'affecter ces actions au respect des obligations de conservation, si celles-ci sont fixées par référence à un nombre d'actions à détenir.

➤ **Comment apprécier la notion de « cessation des fonctions » ?**

Lorsqu'une société moniste se transforme en société duale et que le directeur général devient par exemple président du directoire ou encore lorsqu'un directeur général délégué est nommé directeur général, doit-on considérer qu'il y a cessation des fonctions, ce qui permettrait au dirigeant de céder les actions qu'il était tenu de conserver au titre de ses fonctions antérieures ?

Bien que d'un point de vue strictement juridique, il s'agisse d'une cessation des fonctions suivie d'une nouvelle nomination, le règlement du plan pourrait prévoir une disposition selon laquelle l'obligation de conservation se poursuit tant que l'intéressé exerce des fonctions de dirigeant mandataire social au sein du groupe.

Il convient de citer à cet égard le rapport de Mme Isabelle Debré fait au nom de la commission des affaires sociales du Sénat¹³ : « L'intention des auteurs du texte est, en tout état de cause, que le dispositif s'applique même en cas de renouvellement du mandat du mandataire social et donc jusqu'au terme de ses différents mandats successifs. Dans cette optique, il paraît préférable d'unifier les rédactions, en recourant à la notion de « cessation de leurs fonctions », qui permet de couvrir, sans doute possible, les renouvellements de mandats ».

3. Obligations déclaratives des dirigeants et des personnes étroitement liées à ces derniers

A. Déclaration des dirigeants sur les titres de leurs sociétés (article L. 621-18-2 du code monétaire et financier)

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier fait obligation aux dirigeants de déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions. Cette obligation pèse sur les dirigeants et toute autre personne qui dispose, au sein de l'émetteur, du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et ont accès à des informations privilégiées, ainsi que sur les personnes qui leur sont étroitement liées. Les déclarations sont communiquées à l'émetteur et à l'AMF, qui en assure la publication.

L'obligation de déclaration ne dispense pas les personnes concernées de l'obligation de s'abstenir de toute opération sur les titres de la société dès lors qu'elles ont connaissance d'une information privilégiée.

Afin de répondre aux principales interrogations soulevées par ces déclarations, l'AMF a publié le 16 avril 2008 une liste de questions-réponses retranscrites intégralement ci-après.

➤ **Quels sont les marchés concernés ?**

*« Les dirigeants des sociétés cotées sur **Euronext Paris**, ou dont les titres ont été inscrits sur **Alternext** ou le **Marché libre** à la suite d'une opération par appel public à l'épargne, doivent déclarer leurs opérations à l'AMF et à la société concernée, dans un délai de cinq jours de négociation suivant leur réalisation¹⁴.*

➤ **Quels sont les instruments financiers concernés ?**

*Les opérations à déclarer portent sur **tous les types d'instruments financiers**, dès lors qu'ils sont admis aux négociations sur **Euronext Paris** ou ont fait l'objet d'une offre au public.*

*L'obligation de déclaration porte également sur les transactions réalisées sur des instruments financiers liés à des titres admis aux négociations sur **Euronext Paris** ou qui ont fait l'objet d'une offre au public.*

¹³ Rapport n° 46 déposé le 25 octobre 2006.

¹⁴ Article L. 621-18-2 du code monétaire et financier et article 223-22 du règlement général de l'AMF.

Il peut s'agir d'actions mais également de titres pouvant donner accès au capital de la société (obligations convertibles ou échangeables etc.), d'obligations, de warrants ou de certificats.

L'obligation déclarative s'applique aussi aux instruments financiers à terme fermes ou optionnels.

➤ ***L'obligation déclarative porte-t-elle sur tous les titres émis par une société ?***

Alors même qu'une interprétation littérale de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier pourrait conduire à s'attacher exclusivement au statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne pour déterminer le champ d'application de l'obligation déclarative, il convient d'en exclure les titres qui n'ont pas fait l'objet d'un appel public à l'épargne et qui ne sont pas liés à des titres ayant fait l'objet d'un appel public à l'épargne.

Exemples :

(i) une société, dont les actions sont cotées sur Euronext Paris, a placé des obligations auprès d'investisseurs qualifiés. Ces obligations ne donnent pas accès au capital de la société et ne sont pas cotées. Les dirigeants de la société sont uniquement tenus de déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les actions cotées sur Euronext Paris, les transactions réalisées sur les obligations ne donnant pas lieu à déclaration ;

(ii) si dans le cas visé au (i), la société demande l'admission des obligations sur Euronext Paris, les transactions réalisées sur ces obligations donnent alors lieu à déclaration.

➤ ***Qui doit déclarer ?***

Les dirigeants, les personnes assimilées aux dirigeants ainsi que les personnes qui leur sont étroitement liées sont tenus de déclarer leurs transactions.

a) ***Quels sont les dirigeants concernés ?***

Il s'agit des membres du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance, du directeur général, du directeur général unique, du directeur général délégué ou, pour une société en commandite par actions, du gérant de la société et des membres du conseil de surveillance¹⁵ ;

b) ***Quelles sont les personnes assimilées à des dirigeants ?***

Est assimilé à un « dirigeant » toute personne qui, d'une part, a le pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution et la stratégie de la société et, d'autre part, a un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement ladite société¹⁶.

Ces deux critères sont cumulatifs.

¹⁵ Article L. 621-18-2 a) du code monétaire et financier.

¹⁶ Article L. 621-18-2 b) du code monétaire et financier.

Lors de la transposition de la directive Abus de marché, il avait été décidé de laisser aux sociétés le soin de déterminer elles-mêmes les personnes qui répondent à cette définition, le choix d'une liste laissée à leur appréciation ayant été préféré à une énumération par l'AMF des personnes susceptibles d'être assimilées à des dirigeants¹⁷.

En conséquence, chaque société établit, selon sa taille et son organisation, la liste des personnes assimilées à des dirigeants. Cette liste est communiquée par la société à l'AMF ainsi qu'aux personnes qui y sont inscrites. Elle est régulièrement tenue à jour par la société.

Dans l'hypothèse où aucune personne ne répond, au sein de la société, aux caractéristiques rappelées ci-dessus, l'AMF préconise aux émetteurs de lui transmettre une déclaration dans laquelle il sera indiqué qu'aucune personne au sein de la société ne répond à la définition donnée par l'article L. 621-18-2 b) du code monétaire et financier.

La liste et ses actualisations sont envoyées à l'AMF¹⁸ par courrier électronique à l'adresse suivante : declarationdirigeants@amf-france.org.

c) Quelles sont les personnes étroitement liées ?

Il s'agit¹⁹ :

- ***du conjoint du dirigeant, non séparé de corps, ou du partenaire lié par un pacte civil de solidarité ;***
- ***des enfants sur lesquels le dirigeant exerce l'autorité parentale ou résidant chez lui, habituellement ou en alternance, ou dont il a la charge effective et permanente ;***

¹⁷ Le projet de règlement général initialement soumis à consultation publique prévoyait que répondaient à cette qualification, le directeur financier et le responsable de l'information financière. Outre le caractère non exhaustif de l'énumération qui était ainsi faite, les participants à la consultation publique ont fait observer que ces personnes ne disposaient pas nécessairement du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution et la stratégie de l'émetteur et d'un accès à des informations privilégiées.

¹⁸ Article 223-24 du règlement général de l'AMF.

¹⁹ Article R. 621-43-1 du code monétaire et financier : « Les personnes mentionnées au c de l'article L. 621-18-2, qui ont des liens personnels étroits avec l'une des personnes mentionnées aux a ou b du même article, sont :

1° Son conjoint non séparé de corps ou le partenaire avec lequel elle est liée par un pacte civil de solidarité ;

2° Les enfants sur lesquels elle exerce l'autorité parentale, ou résidant chez elle habituellement ou en alternance, ou dont elle a la charge effective et permanente ;

3° Tout autre parent ou allié résidant à son domicile depuis au moins un an à la date de la transaction concernée ;

4° Toute personne morale ou entité, autre que la personne mentionnée au premier alinéa de l'article L. 621-18-2, constituée sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, et :

a) Dont la direction, l'administration ou la gestion est assurée par l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2 ou par l'une des personnes mentionnées aux 1°, 2° ou 3° et agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes ;

b) Ou qui est contrôlée, directement ou indirectement, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, par l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2 ou par l'une des personnes mentionnées aux 1°, 2° ou 3° ;

c) Ou qui est constituée au bénéfice de l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2 ou de l'une des personnes mentionnées aux 1°, 2° ou 3° ;

d) Ou pour laquelle l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2, ou l'une des personnes mentionnées aux 1°, 2° ou 3°, bénéficie au moins de la majorité des avantages économiques.

- *de tout autre parent ou allié résidant au domicile du dirigeant depuis au moins un an à la date de la transaction concernée ;*
- *de toute personne morale ou entité, autre que la société, et :*
 - *dont la direction, l'administration ou la gestion est assurée par le dirigeant ou par une personne qui lui est étroitement liée et agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes (par exemple une société dont le dirigeant est administrateur et qui agirait dans l'intérêt dudit*
 - *administrateur²⁰) ; ou*
 - *qui est contrôlée, directement ou indirectement, par le dirigeant ou par une personne ayant des liens étroits avec le dirigeant (par exemple une société dont le dirigeant détient plus de 50% du capital) ; ou*
 - *qui est constituée au bénéfice du dirigeant ou d'une personne qui lui est étroitement liée ; ou*
 - *pour laquelle le dirigeant ou une personne qui lui est étroitement liée bénéficie au moins de la majorité des avantages économiques.*

NOTA BENE

Lorsque la personne liée est une personne physique, son nom n'apparaît pas dans la déclaration publiée sur le site de l'AMF. Seule la mention « personne physique liée à » ainsi que l'identité du dirigeant avec lequel cette personne entretient des liens étroits est publiée. Cette mention indique que ce n'est pas le dirigeant qui a agi mais une personne liée.

Lorsque la personne liée est une personne morale, sa dénomination sociale est publiée dans la déclaration.

➤ **Quelles opérations faut-il déclarer ?**

Il s'agit de toute acquisition, cession, souscription ou échange de titres d'une société faisant appel public à l'épargne²¹.

L'obligation déclarative s'applique donc, par exemple, à toute souscription d'actions dans le cadre d'une augmentation de capital ainsi qu'aux souscriptions et aux achats par l'exercice d'options de souscription ou d'achat d'actions (stock-options).

En conséquence, les opérations suivantes donnent lieu à une déclaration :

- ***les levées de stock-options** : l'exercice des stock-options fait l'objet d'une déclaration (une case spécifique pour les levées de stock-options est prévue dans le formulaire de déclaration). L'attribution de stock-options en revanche ne donne pas lieu à déclaration ;*

²⁰ En d'autres termes, si la société - dont est administrateur le dirigeant concerné par la déclaration - agit pour compte propre et non dans l'intérêt personnel du dirigeant, aucune déclaration n'est requise.

²¹ Article L. 621-18-2 du code monétaire et financier.

- **la vente de titres provenant de la levée de stock-options** : la levée de stock-options et la vente des actions provenant de l'exercice de ces stock-options, lorsqu'elles sont réalisées de manière concomitante donnent lieu à l'établissement de déclarations distinctes ;
- **les opérations d'acheté/vendu** réalisées en fin d'année donnent lieu à déclaration, chaque transaction devant faire l'objet d'une déclaration distincte ;
- **les achats et ventes à terme fermes de titres** : lorsqu'un dirigeant (ou une personne qui lui est liée) conclut un achat ou une vente à terme d'actions, il déclare l'opération auprès de l'AMF, au moment de la conclusion du contrat d'achat ou de vente à terme ;
- **les achats et ventes à terme conditionnels, et en particulier les achats et ventes d'options** : le dirigeant effectue une déclaration lorsqu'il acquiert (ou cède) des options et, en cas d'exercice desdites options, il déclare l'acquisition (ou la cession) des actions sous-jacentes.

Ainsi, à titre d'exemple, un dirigeant qui couvrirait des actions qu'il détient par l'achat d'une option de vente et la vente d'une option d'achat, déclarerait, au moment de la mise en place de la couverture, deux transactions distinctes, l'une correspondant à une vente, l'autre à un achat, en retenant comme prix unitaire le montant de la prime payée. Dans les formulaires de déclaration, il conviendrait alors de cocher, pour chaque transaction, la case « Autres types d'instruments financiers » pour la description des instruments financiers, et « Autres types d'opérations » pour la nature des opérations, en précisant qu'il s'agit de la mise en place d'une couverture ;

- **les prêts de titres** : lorsqu'un dirigeant procède à un prêt de titres, il déclare cette opération en cochant dans le formulaire la case « Autres types d'opérations » et en précisant qu'il s'agit d'un prêt de titres ;
- **les opérations sur des titres émis par des entités ne détenant comme actifs que des titres de la société au sein desquelles ces dirigeants exercent leur fonction** (exemple : parts de fonds dédiés exclusivement à l'actionnariat salarié de la société), lorsqu'un dirigeant procède à des opérations d'achat ou de vente sur les titres de ces entités ;
- **l'exercice d'option de conversion ou d'échange attachée à une obligation** (obligation convertible ou OCEANE) : il convient, au moment de l'exercice de l'option, de déclarer la transaction en cochant la case « Autres types d'opérations » et en précisant qu'il s'agit de l'exercice d'une obligation convertible ou échangeable. Le prix unitaire de la transaction sera, dans ce cas, égal au prix d'exercice de l'option de conversion ou d'échange ;
- **les opérations réalisées pour le compte d'un dirigeant par un intermédiaire dans le cadre d'un mandat**. Sont notamment visés les mandats de gestion pour compte de tiers et les mandats spécifiques conclus entre un dirigeant et un prestataire de services d'investissement avec pour objectif la cession des actions de la société détenues par le dirigeant, ou toute instruction spécifique visant à céder les titres de la société, ainsi que les mandats de levée de stock-options en vertu desquels un dirigeant confie la gestion d'un plan de stock-options à un intermédiaire, ce dernier exerçant les options et cédant les actions reçues selon un programme défini ;
- **en cas de démembrement d'une action**, le dirigeant qui cède ou acquiert la nue-propriété d'une action déclare la transaction.

Les opérations suivantes ne devraient pas faire l'objet d'une déclaration :

- **les opérations réalisées au sein d'un établissement de crédit ou d'un prestataire de services d'investissement**, pour le compte de tiers ou dans le cadre des activités d'arbitrage, de tenue de marché et de couverture de risques de position, lorsque l'établissement de crédit, le prestataire ou un de leurs dirigeants est mandataire social d'une société cotée ;
- **les opérations réalisées par les personnes morales mandataires sociales lorsqu'elles agissent pour compte de tiers** : par exemple, les opérations réalisées par une société de gestion membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ;
- **les attributions d'actions gratuites** : le dirigeant qui se voit attribuer des actions gratuites ne déclare pas l'attribution. A l'issue de la période de conservation, s'il décide de céder les titres, il déclare alors la cession ;
- **l'apport de titres** dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport partiel d'actifs ;
- **les donations, donations-partages et successions** : le dirigeant bénéficiaire d'une donation, d'une donation-partage ou d'une transmission de titres à la suite d'une succession ne déclare pas les actions reçues. Il déclare cependant la cession ultérieure desdites actions. Le donateur ne déclare pas les actions qu'il transmet par le biais d'une donation ;
- **le nantissement de titres** ;
- **en cas de démembrement** d'une action, le dirigeant qui en reçoit l'usufruit n'établit pas de déclaration.

➤ **Cas de dispense**

L'obligation de déclaration ne s'applique pas lorsque le montant global des opérations effectuées au cours de l'année civile est inférieur à 5 000 euros²².

*Il convient de rappeler que dès que le montant cumulé des opérations réalisées devient supérieur à 5 000 euros par an, le déclarant est tenu de déclarer **l'ensemble** des opérations réalisées, y compris les opérations portant sur un montant inférieur à 5 000 euros qu'il a effectuées pendant l'année concernée et qui n'avaient pas préalablement fait l'objet d'une déclaration en raison de la dispense. Une mention particulière devra être faite au moment de la déclaration précisant que ces opérations faisaient l'objet d'une dispense, afin qu'elles ne soient pas considérées comme des déclarations tardives.*

Lorsqu'un déclarant estime que le montant total des opérations qu'il est susceptible d'effectuer au cours d'une année civile est supérieur à 5 000 euros, il lui est préconisé d'effectuer ces déclarations dès l'origine.

²² Article 222-15 du règlement général de l'AMF.

➤ Comment effectuer la déclaration ?

Les personnes soumises à l'obligation déclarative transmettent leurs déclarations à l'AMF, **par voie électronique uniquement**, dans les cinq jours de négociation qui suivent la réalisation des transactions. Les déclarations peuvent être transmises par un tiers pour le compte de ces personnes. L'identité du tiers doit alors être clairement indiquée dans le formulaire de déclaration.

Le formulaire est défini **par l'instruction AMF n° 2006-05 du 3 février 2006²³ modifiée** et comprend notamment les mentions suivantes :

- **la dénomination sociale de la société dont les titres ont fait l'objet de la transaction ;**
- **l'identité du déclarant.** Lorsque le déclarant est un « dirigeant », il devra également indiquer les fonctions qu'il exerce au sein de la société concernée. Si le déclarant est une personne physique étroitement liée au dirigeant, elle devra reproduire la mention suivante : « une personne physique liée à » et préciser le nom et les fonctions du dirigeant avec lequel elle entretient un lien personnel étroit. Si le déclarant est une personne morale étroitement liée au dirigeant, la dénomination sociale devra être indiquée, suivie de la mention « personne liée à » et des noms et fonctions du dirigeant ;
- **la description de l'instrument financier**, objet de la transaction déclarée ;
- **la nature de l'opération** (s'agit-il par exemple d'une vente, d'un achat, d'une souscription, de l'exercice de stock-options etc.) ;
- **la date, le lieu**, c'est-à-dire le marché sur lequel l'opération a été exécutée, ainsi que **son montant**.

NOTA BENE

La déclaration ne fait pas l'objet d'un examen par l'AMF avant d'être publiée. Elle est établie sous la responsabilité exclusive du déclarant.

Les déclarations pourront néanmoins faire l'objet d'un contrôle a posteriori de la part de l'AMF.

Les personnes concernées peuvent confier à leur teneur de compte (l'établissement auprès duquel les titres sont déposés) le soin de procéder aux déclarations requises.

La déclaration type doit être envoyée **exclusivement sous forme électronique** à l'adresse suivante :

declarationdirigeants@amf-france.org

Le formulaire de déclaration est disponible sur le site internet de l'AMF : www.amf-france.org, Espace Emetteur > Formulaires.

²³ cf. annexe IV.

- **Selon quel format les émetteurs doivent-ils élaborer l'état récapitulatif des opérations de leurs dirigeants et assimilés et des personnes qui leur sont étroitement liées sur leurs titres ?**

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier pose un principe d'information de l'assemblée générale des actionnaires et renvoie au règlement général de l'AMF pour la détermination des modalités de communication. L'article 223-26 du règlement général dispose que le rapport de gestion présente un état récapitulatif des opérations mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier réalisées au cours du dernier exercice.

Certains émetteurs ont interrogé les services de l'AMF sur le format de cet état récapitulatif : les déclarations peuvent-elles être anonymes ? Les informations peuvent-elles être agrégées ?

*L'état récapitulatif visé par l'article 223-26 du règlement général **donne une information nominative pour chaque dirigeant**. Les émetteurs peuvent cependant présenter, **de manière agrégée**, les opérations effectuées par un dirigeant et les personnes qui lui sont liées au cours du dernier l'exercice. **L'identité des personnes liées n'est pas mentionnée dans l'état récapitulatif.***

Toutes les questions peuvent être envoyées à l'adresse suivante, en précisant vos coordonnées téléphoniques : declarationdirigeants@amf-france.org ».

B. Déclaration relative aux transactions effectuées sur les titres de l'émetteur dans le cadre d'un programme de rachat d'actions (article 241-5 du règlement général de l'AMF)

Les dirigeants de l'émetteur (ainsi que les personnes détenant, seules ou de concert, plus de 10 % du capital de celui-ci) doivent informer mensuellement l'AMF du nombre de titres qu'ils ont cédés à l'émetteur.

PRATIQUE DES ENTREPRISES EN MATIERE DE PREVENTION DES DELITS D'INITIES

D'une manière générale, il appartient aux émetteurs de déterminer les événements susceptibles de constituer une information privilégiée. Cette information doit, dès que possible, être portée à la connaissance du public. Toutefois, il a été indiqué (cf. supra p. 8) que l'émetteur a la possibilité de différer la publication d'une information privilégiée si cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et s'il est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière par la mise en oeuvre d'un certain nombre de moyens énumérés à l'article 223-2 du règlement général de l'AMF.

Les développements qui suivent présentent des pratiques mises en oeuvre par des grandes entreprises pour prévenir les délits d'initiés.

1. La détermination des périodes sensibles concernant toutes les opérations sur les titres de la société ainsi que les instruments financiers qui leur sont liés

➤ **La détermination des périodes sensibles**

Au-delà de ce qui est prévu par les dispositions législatives en vigueur, les sociétés prévoient en général des périodes d'abstention pendant lesquelles il est interdit de réaliser des opérations sur les titres de la société (« fenêtres négatives »).

A l'inverse, quelques sociétés prévoient une interdiction générale d'intervention assortie d'une période d'autorisation - qui suit, en général, la publication des comptes - pendant laquelle il est possible d'intervenir (« fenêtres positives »).

Ces périodes d'abstention ou d'autorisation ne sont que des moyens de prévenir les opérations d'initiés.

S'agissant des périodes d'abstention : il est recommandé de couvrir les périodes précédant la publication des comptes annuels, du rapport financier semestriel et des résultats trimestriels, la durée étant laissée à l'appréciation de la société. Les sociétés peuvent librement décider de poursuivre la période d'abstention d'un jour ou deux suivant la publication de l'information, pour s'assurer que celle-ci est réellement prise en compte par le marché.

S'agissant des périodes d'autorisation : il appartient à la société de déterminer ces périodes qui se situent en général dans un délai qui court à compter de la publication des comptes annuels, du rapport financier semestriel et des résultats trimestriels.

Quelle que soit la méthode choisie (« fenêtres négatives » ou « positives »), il est de bonne pratique de remettre aux administrateurs de la société et aux personnes en situation d'initiés permanents un calendrier précis des périodes « autorisées » ou « non autorisées » calé sur les dates prévisionnelles de publication des informations financières. Il devra être mentionné que ce calendrier pourra être complété, le cas échéant, en fonction de telle ou telle opération.

En tout état de cause, il est important de rappeler aux initiés qu'il leur est interdit de réaliser des opérations sur les titres de la société dès lors qu'ils détiennent une information privilégiée, et que le fait de réaliser une opération dans une période dite « autorisée » ne les exonèrent pas de leur responsabilité.

➤ **La mise en place de procédures de consultation d'un comité ou d'un responsable de déontologie boursière**

Afin de concourir à la prévention des délits d'initiés, il peut être envisagé de mettre en place au sein du groupe une procédure de consultation d'un comité ou d'un responsable de déontologie boursière permettant aux personnes susceptibles de se trouver en possession d'une information privilégiée de prendre conseil sur la possibilité d'effectuer ou non une opération. Ce responsable ou ce comité aura une fonction d'analyse de la situation et d'aide à la décision. **En tout état de cause, la transaction demeure sous l'entière responsabilité de la personne concernée.**²⁴

Les personnes désignées pour donner leur avis peuvent être, par exemple, le déontologue, le directeur juridique, le président du comité de déontologie, le secrétaire général de la société. Il peut également s'agir d'un comité spécialement institué à cet effet composé, par exemple, d'un représentant de la direction, du directeur financier, du directeur juridique, d'un déontologue.

2. Les titres concernés

Les titres concernés par la réglementation sur les délits d'initiés ainsi que les périodes d'abstention sont, bien entendu, toutes les valeurs mobilières (actions, obligations, valeurs mobilières donnant accès au capital...) émises par la société, ses filiales cotées ainsi que tous les instruments financiers qui leur sont liés.

²⁴ Il en irait toutefois différemment si la preuve était apportée que le déontologue ou le comité avait donné un avis positif alors qu'il savait que le dirigeant disposait d'une information privilégiée.

Toutefois, il convient de s'interroger sur l'application de cette réglementation pour les opérations particulières suivantes :

➤ **Les opérations d'actionnariat salarié**

Il est généralement admis que la question se pose uniquement pour les FCPE d'actionnariat salarié (i.e. dont plus du tiers de l'actif est composé de titres émis par l'entreprise), du plan d'épargne d'entreprise (PEE) ou plan d'épargne groupe (PEG), à l'exclusion des fonds diversifiés obligataires et monétaires.

La souscription de parts de FCPE d'actionnariat salarié et la souscription à des actions de l'entreprise détenues directement au nominatif au sein du PEE/PEG sont soumises à la réglementation sur les délits d'initiés ainsi qu'aux périodes d'abstention.

Toutefois, dans les cinq cas de figure suivants, le salarié ne choisissant pas la date d'investissement et les parts étant bloquées sur une certaine durée (sauf cas autorisés de déblocage anticipé), la souscription de parts ou d'actions semble moins concernée par cette problématique. Il s'agit :

- de l'investissement de la participation ou de l'intéressement ;
- de la souscription collective à une augmentation de capital réservée aux salariés car les avoirs sont bloqués pendant cinq ans ;
- de la souscription de parts de fonds du plan d'épargne pour la retraite collective (PERCO) car les avoirs sont indisponibles jusqu'au départ en retraite ;
- de l'investissement régulier à date fixe par prélèvements sur salaires ;
- des opérations d'actionnariat salarié organisées par l'Etat dans le cadre des opérations de privatisation.

Les cessions d'actions détenues dans le PEE/PEG, les cessions de parts de FCPE ainsi que les arbitrages entre plusieurs fonds éligibles au PEE/PEG doivent également être soumis à la réglementation sur les délits d'initiés ainsi qu'aux règles d'abstention. En cas de doute ou de difficulté d'application, l'intéressé doit pouvoir demander conseil aux membres du comité constitué à cet effet ou au responsable de déontologie boursière.

➤ **Les stock options**

La seule levée d'options est, en principe, sans rapport avec la problématique de l'information privilégiée car le nombre de titres pouvant être obtenus et surtout leur prix sont déterminés à l'avance. Il en va bien entendu différemment lorsque la levée des options est concomitante à la cession totale ou partielle des actions. Les personnes concernées ne peuvent, par conséquent, effectuer des opérations de « levées-ventes » (ou « *cashless* ») en dehors des périodes autorisées par la société.

➤ Les actions gratuites

Les dispositions du code de commerce relatives aux attributions gratuites d'actions prévoient un système de « fenêtres négatives » imposées aux bénéficiaires du dispositif. Directement inspiré de celui s'appliquant aux organes sociaux au moment de l'attribution des stock options, ce mécanisme est inadapté à la cession d'actions attribuées gratuitement par des salariés qui ne sont pas mandataires sociaux. En effet, le 1° du texte introduit une période de blocage impérative entourant la publication des comptes, applicable à tous les salariés même si ces derniers ne bénéficient d'aucune information privilégiée. Le 2° signifie que des salariés (voire d'anciens salariés) devraient être en mesure de savoir si les organes sociaux ont connaissance d'une information privilégiée : cette disposition est donc inapplicable en l'état. Il conviendra de se référer en cas de cession à l'issue de la période de blocage aux règles d'abstention déterminées par la société, étant précisé que même pendant une période autorisée, il est interdit de céder dès lors que la personne concernée a connaissance d'une information privilégiée (voir également p.11).

3. Les règles concernant les opérations particulières : opérations spéculatives, de couverture, transactions sur produits dérivés

Il a été procédé à une étude sur les dispositions relatives aux informations privilégiées et aux opérations sur titres figurant dans les codes de conduite ou règlements intérieurs du conseil d'administration ou de surveillance de 26 sociétés, dont 20 appartiennent au CAC 40.

La pratique des sociétés est très diverse. Certaines sociétés ont prévu des règles aux termes desquelles certaines opérations sont interdites, tandis que d'autres prévoient de les soumettre à une procédure d'autorisation préalable. En tout état de cause, quel que soit le type d'opération, il est prudent de rappeler que toute décision d'acquiescer ou de céder des titres par une personne en situation d'initié est soumise à la réglementation sur les délits d'initiés ainsi qu'au respect des règles d'abstention.

1. Interdiction ou accord préalable requis pour certaines opérations

➤ Opérations « spéculatives »

Certaines sociétés ont choisi d'interdire les opérations suivantes :

- les opérations par achat/vente à découvert d'actions ;
- la prorogation d'ordres à service de règlement et de livraison différés ;
- les opérations d'achat/revente à court terme dont la durée varie : allers et retours à l'intérieur du mois boursier ou sur le mois suivant, de moins de 4 mois, de moins d'un an.

➤ **Transactions sur produits dérivés**

On peut citer à cet égard les exemples suivants :

- l'interdiction pour les mandataires sociaux et les membres du comité exécutif d'effectuer tout type de transaction de produits dérivés portant sur les titres de la société ou de ses filiales cotées sans l'accord préalable du directeur juridique du groupe ou du déontologue ;
- l'interdiction des opérations sur options lorsqu'elles ne correspondent pas à des opérations de couverture ;
- l'impossibilité pour les administrateurs et les collaborateurs du groupe, de réaliser des contrats à terme fermes ou optionnels d'instruments financiers sur des marchés de gré à gré ou réglementés, sans l'accord du président du comité de déontologie ou, s'il s'agit d'un administrateur, du conseil d'administration.

➤ **Opérations de couverture**

Certaines sociétés encadrent les opérations de couverture. On peut citer les exemples suivants :

- l'interdiction d'effectuer une transaction destinée à couvrir la valeur de la rémunération à base d'actions, notamment toute transaction impliquant l'utilisation d'instruments dérivés destinés à limiter le risque de baisse ou à mettre en place un mécanisme de protections visant à figer cette rémunération entre un maximum et un minimum (« *collar* ») ;
- l'interdiction de couvrir des options pendant la période d'indisponibilité ;
- l'interdiction de réaliser de façon permanente des opérations de couverture sur le titre de la société pour une durée inférieure à un an ;
- l'impossibilité de réaliser des opérations de couverture, si ce n'est en dehors des périodes d'interdiction, et à condition qu'elles portent exclusivement sur des positions sous-jacentes soumises pendant toute la durée de validité de la couverture à une contrainte de blocage de nature contractuelle ou fiscale et qu'elles soient en outre irrévocables, qu'elles soient mises en place sur une durée minimum de deux mois et qu'elles ne soient pas conçues de manière à permettre l'encaissement d'une prime lors de leur mise en place ;
- l'interdiction pour les mandataires sociaux d'effectuer des opérations de couverture, par achat/vente à découvert d'actions ou par utilisation de tout autre produit dérivé ou tout autre mécanisme optionnel, et ce conformément aux recommandations AFEP/MEDEF de janvier 2007 (cf. supra p. 11).

➤ **Opérations sur les titres de filiales cotées**

Certaines sociétés soumettent à l'accord préalable du conseil d'administration la réalisation directe ou indirecte par tout membre du personnel du groupe d'une ou plusieurs opérations sur les instruments financiers d'une société filiale cotée.

D'autres interdisent à leurs mandataires sociaux d'intervenir sur les titres des filiales cotées.

2. Dérogations

Il est parfois prévu des dérogations à ces interdictions qui peuvent être accordées en cas de survenance d'un événement extérieur à la vie du titre (pour répondre notamment à un besoin de financement né d'un problème familial, de grave difficulté financière...).

A titre d'exemple, on peut citer :

- la possibilité d'autoriser une levée d'option bien que sa date d'échéance se situe pendant une période d'interdiction, lorsque plusieurs périodes d'interdictions se sont succédé ou que la période d'interdiction a été particulièrement longue ;
- la possibilité, dans l'hypothèse où la date limite d'exercice des options viendrait à tomber dans l'une des « fenêtres négatives » du calendrier, d'accorder à la personne concernée une dérogation au principe d'interdiction de cession de ses titres, si cette opération est destinée à financer une levée d'options et intervient dans les 72 heures précédant la fin du plan. Il est en général précisé qu'une telle dérogation n'exonère pas la personne concernée de ses responsabilités en vertu des textes légaux.

4. La mise au nominatif des titres des dirigeants mandataires sociaux

Il a été indiqué (cf. supra p. 19) que le code de commerce n'impose pas aux dirigeants mandataires sociaux de détenir leurs titres sous la forme nominative, la détention pouvant être soit au nominatif, soit au porteur.

Cependant, un certain nombre de sociétés ont décidé d'aller au-delà des exigences légales et recommandent à leurs administrateurs, leurs conjoints non séparés de corps ainsi qu'à leurs enfants mineurs non émancipés de ne détenir les titres de la société **que sous la forme nominative**.

5. La mise en place de procédures permettant de contrôler l'accès à l'information privilégiée

Il convient de préserver la confidentialité de l'information en mettant en place des procédures permettant d'en limiter la diffusion aux personnes impliquées dans la réalisation de l'opération concernée. La liste des moyens susceptibles d'être mise en place est indicative et peut être adaptée en fonction des règles d'organisation propres à chaque entreprise, ainsi que des particularités et de l'importance de l'opération concernée.

Ces procédures peuvent consister en la mise en place :

- de vecteurs de communication sécurisés ;
- de règles permettant de définir les responsables chargés de la communication avec les analystes, les investisseurs et les médias ;

- de règles de conduite à observer en matière d'échanges d'informations et de documents consistant par exemple à :
 - limiter au strict minimum le nombre de personnes ayant connaissance d'une opération ;
 - utiliser un nom de code pour la dénomination de toute opération ;
 - limiter la divulgation de l'information à ce qui est strictement nécessaire à l'exercice de la mission s'il apparaît que certaines équipes n'ont pas besoin de détenir l'intégralité de l'information privilégiée ;
 - conduire si possible et selon la nature du projet les « due diligence » en dehors du site de l'entreprise (par exemple au sein du cabinet d'avocats conseils).

Les règles relatives à l'accès à l'information privilégiée doivent s'appliquer *a priori* dans toutes les situations d'acquisition d'une cible.

L'article 223-6 du règlement général de l'AMF qui vise la préparation d'une opération financière susceptible d'avoir un impact sur le cours d'un instrument financier (cf. supra p. 7) a une portée générale et concerne aussi bien les instruments financiers de la société qui acquiert que ceux de la cible. En tout état de cause, et dans la mesure où il est très difficile de mesurer *a priori* l'impact d'une acquisition même non significative sur le cours d'un instrument financier, la prudence s'impose. Il apparaît en effet important que la société qui procède à une acquisition puisse justifier auprès de l'autorité boursière compétente qu'elle a pris les mesures nécessaires permettant de préserver la confidentialité de l'opération et qu'elle n'est pas à l'origine d'éventuelles fuites ayant provoqué des mouvements sur son cours ou sur celui de la société cible, préalablement à son acquisition.

OBLIGATIONS INCOMBANT AUX INTERMEDIAIRES FINANCIERS DE DECLARATION D'OPERATIONS SUSPECTES

En application de l'article L. 621-17-2 du code monétaire et financier, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les personnes autorisées à être membres d'un marché réglementé par application de l'article L. 421-8 du code monétaire et financier sont tenus de déclarer sans délai à l'AMF toute opération portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée, effectuée pour compte propre ou pour compte de tiers, dont ils ont des raisons de suspecter qu'elle pourrait constituer une opération d'initié (ou une manipulation de cours) au sens des dispositions du règlement général de l'AMF. Les opérations à notifier comprennent également les ordres de bourse (article 315-43 du règlement général de l'AMF).

Les opérations doivent être notifiées qu'elles soient ou non réalisées sur un marché réglementé.

➤ **Contenu de la déclaration (article L. 621-17-4 du code monétaire et financier)**

La déclaration d'opérations suspectes doit contenir :

- une description des opérations, en particulier du type d'ordre et du mode de négociation utilisés ;
- les raisons conduisant à soupçonner que les opérations déclarées constituent une opération d'initié (ou une manipulation de cours) ;
- les moyens d'identification des personnes pour le compte de qui les opérations ont été réalisées et de toute autre personne impliquée dans ces opérations ;
- l'indication que les opérations ont été effectuées pour le compte propre ou pour le compte de tiers ;
- toute autre information pertinente concernant les opérations déclarées.

Lorsque certains de ces éléments ne sont pas disponibles au moment de la déclaration, celle-ci doit au moins indiquer les raisons conduisant à soupçonner que les opérations déclarées constituent une opération d'initié (ou une manipulation de cours). Les informations complémentaires doivent être communiquées à l'AMF dès qu'elles deviennent disponibles.

➤ **Modalités de la déclaration (article 315-42 du règlement général de l'AMF)**

La déclaration peut être effectuée par courrier électronique, lettre, télécopie ou téléphone. Dans ce dernier cas, elle est confirmée par écrit.

La déclaration écrite prend la forme d'un modèle type défini dans une instruction de l'AMF (cf. instruction n° 2006-01 du 24 janvier 2006 jointe en annexe IV).

➤ **Confidentialité de la déclaration (article L. 621-17-5 du code monétaire et financier)**

La déclaration d'opérations suspectes doit être confidentielle. Les dirigeants ou les préposés des personnes tenues à déclaration qui portent à la connaissance de quiconque (autre que l'AMF), et en particulier des personnes ou des parties liées aux personnes pour lesquelles les opérations déclarées ont été effectuées, l'existence de la déclaration, ou qui donnent des informations sur les suites réservées à celles-ci encourent des peines d'un an d'emprisonnement et de 15 000 € d'amende (article 226-13 du code pénal sur renvoi de l'article L. 621-17-5 nouveau du code monétaire et financier).

➤ **Exonération de responsabilité (article L. 621-17-7 du code monétaire et financier)**

La loi aménage de larges exonérations de responsabilité au bénéfice des personnes ayant effectué une déclaration d'opérations suspectes. Ainsi :

- lorsqu'ils ont effectué la déclaration de bonne foi, les personnes tenues à déclaration, leurs dirigeants et leurs préposés sont exonérés de toute responsabilité civile ;
- lorsqu'ils ont effectué la déclaration de bonne foi, les dirigeants et les préposés des personnes tenues à déclaration ne peuvent faire l'objet d'aucune poursuite fondée sur le délit de révélation d'information à caractère secret (article 226-13 du code pénal), concernant les opérations ayant fait l'objet de la déclaration ;
- sauf concertation frauduleuse avec l'auteur de l'opération ayant fait l'objet de la déclaration, le déclarant est dégagé de toute responsabilité : aucune poursuite pénale pour délit d'initié, délit d'entrave au fonctionnement d'un marché ou délit de recel ne peut être engagée contre ses dirigeants ou ses préposés, et aucune procédure de sanction administrative ne peut être engagée à leur encontre pour des faits liés à une opération d'initié ou à une manipulation de cours.

Ces exonérations sont applicables même si la preuve du caractère fautif ou délictueux des faits à l'origine de la déclaration n'est pas rapportée ou si ces faits font l'objet d'une décision de non-lieu ou de relaxe et n'ont donné lieu à aucune sanction de la part de l'AMF ou de l'autorité compétente d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen.

➤ **Obligations complémentaires (article 315-44 du règlement général de l'AMF)**

Les personnes tenues de déclarer des opérations suspectes doivent se doter d'une organisation et de procédures permettant de répondre aux dispositions énoncées ci-dessus. Cette organisation et ces procédures ont notamment pour objet, en tenant compte des recommandations formulées par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR), d'établir et de mettre à jour une typologie des opérations suspectes permettant de déceler celles qui doivent donner lieu à notification.

LES SANCTIONS APPLICABLES

1. Obligation d'abstention en cas de détention d'une information privilégiée

➤ Manquement d'initié (article 622-1 du règlement général de l'AMF)

L'initié doit s'abstenir d'exploiter une information privilégiée qu'il détient en acquérant ou en cédant « ou en tentant d'acquérir ou de céder », pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information (ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés).

L'initié doit s'abstenir de communiquer une information privilégiée à une autre personne, y compris à des membres de sa famille. Il ne peut la communiquer à un collègue ou à un tiers que si cette communication est professionnellement nécessaire, c'est-à-dire pour des fins ou pour une activité à raison desquelles l'information est détenue.

L'initié doit s'abstenir de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information (ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés).

Ce manquement est passible d'une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1 500 000 euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés (article L. 621-15 du code monétaire et financier).

➤ Délit d'initié (article L. 465-1 alinéas 1 et 2 du code monétaire et financier)

Le délit d'initié incrimine le fait pour les dirigeants mandataires sociaux ainsi que pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de :

- réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

Sanction : deux ans d'emprisonnement et une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé ;

- communiquer à un tiers une information privilégiée en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Sanction : un an d'emprisonnement et une amende de 150 000 euros.

2. Obligation de diffuser une information exacte, précise et sincère

L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère (article 223-1 du règlement général de l'AMF).

➤ Manquement à l'obligation d'information du public (article 632-1 du règlement général de l'AMF)

Ce manquement est constitué lorsqu'une personne communique ou diffuse sciemment des informations qui, quel que soit le support utilisé, donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses.

Constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant.

Sanction : amende dont le montant ne peut être supérieur à 1 500 000 euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés (article L. 621-15 du code monétaire et financier).

➤ Délit d'informations fausses ou trompeuses (article L. 465-2 alinéa 2 du code monétaire et financier)

Ce délit incrimine le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur le cours.

Sanction : deux ans d'emprisonnement et une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé.

3. Obligation de respecter le bon fonctionnement du marché

➤ **Délit de manipulation de cours (article L. 465-2 alinéa 1 du code monétaire et financier)**

Ce délit incrimine le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur.

Sanction : deux ans d'emprisonnement et une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé.

➤ **Manquement à l'obligation de s'abstenir de procéder à des manipulations de cours (article 631-1 du règlement général de l'AMF).**

« Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours.

Constitue une manipulation de cours :

1. le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :
 - a) qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'instrument financier ou ;
 - b) qui fixent, par l'action d'une ou plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;
2. le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

En particulier, constituent des manipulations de cours :

1. le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ;
2. le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés ».

4. Responsabilité pénale de la personne morale

L'article L. 465-3 du code monétaire et financier prévoit que la responsabilité pénale de la personne morale peut être engagée pour les infractions définies aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier. Cette responsabilité peut être engagée pour des actes commis pour leur compte, par leurs organes ou représentants. Les peines encourues par les personnes morales sont :

1. l'amende dont le taux maximum est égal au quintuple de celui prévu pour les personnes physiques (article 131-38 du code pénal) ;
2. les peines complémentaires prévues à l'article 131-39 du code pénal.

ANNEXE I – DISPENSE DE DECLARATION DE LA CNIL

J.O n° 179 du 4 août 2006 texte n° 81

COMMISSION NATIONALE DE L'INFORMATIQUE ET DES LIBERTES

Délibération n° 2006-186 du 6 juillet 2006 décidant la dispense de déclaration de certains traitements automatisés de données personnelles ayant pour finalité la tenue, l'utilisation et la communication des listes d'initiés (décision de dispense de déclaration n° 9).

NOR: CNIA0600016X

La Commission nationale de l'informatique et des libertés,

Vu la convention n° 108 du Conseil de l'Europe pour la protection des personnes à l'égard du traitement automatisé des données à caractère personnel ;

Vu la directive 95/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 24 octobre 1995 relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement de données à caractère personnel et la libre circulation de ces données ;

Vu la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), notamment le paragraphe 3 de l'article 6 ;

Vu la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, notamment l'article 5 ;

Vu la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, modifiée par la loi n° 2004-801 du 6 août 2004 relative à la protection des personnes physiques à l'égard des traitements de données à caractère personnel, notamment le premier alinéa du II de l'article 24 ;

Vu le code monétaire et financier (CMF), modifié par la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, notamment l'article L. 621-18-4 ;

Vu le code du travail, notamment l'article L. 432-2-1 ;

Vu le décret n° 2005-1309 du 20 octobre 2005 pris pour l'application de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 précitée ;

Vu la délibération n° 2006-147 du 23 mai 2006 fixant le règlement intérieur de la Commission nationale de l'informatique et des libertés ;

Vu le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, notamment les articles 222-16 à 222-20 ;

Vu la position de l'AMF, en date du 18 janvier 2006, relative à l'établissement des listes d'initiés ;

Après avoir entendu M. Philippe Nogrix, commissaire, en son rapport, et Mme Pascale Compagnie, commissaire du Gouvernement, en ses observations,

Formule les observations suivantes :

Parmi les mesures destinées à assurer la transparence et l'intégrité des marchés financiers, la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 impose aux sociétés émettrices d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé - ou en cours d'admission - d'établir la liste des personnes physiques ou morales qui, travaillant pour ces sociétés dans le cadre d'un contrat de travail ou dans un autre cadre juridique, ont accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées se rapportant directement ou indirectement à ces sociétés.

Les tiers, personnes physiques ou morales, qui ont accès aux mêmes informations à l'occasion des relations professionnelles qu'ils entretiennent avec les sociétés émettrices et qui figurent à ce titre sur les listes susmentionnées sont assujettis, dans les mêmes conditions, à la même obligation.

Ces listes, dites d'initiés, sont destinées à faciliter l'identification, au cours des enquêtes de l'Autorité des marchés financiers (AMF), des personnes susceptibles d'avoir commis un délit d'initié et à sensibiliser ces personnes aux obligations liées à la détention d'informations privilégiées.

Les traitements automatisés mis en oeuvre à cette fin ont vocation à se multiplier. Leur contenu et les modalités de conservation, d'utilisation et de communication des données y figurant sont dans une large mesure définis par la réglementation en vigueur. Les personnes inscrites sur ces listes doivent en être informées. En outre, ces traitements ne sont pas susceptibles, sous réserve du respect des conditions prescrites par la présente délibération, de porter atteinte à la vie privée ou aux libertés des personnes physiques concernées.

La commission estime en conséquence qu'en application du premier alinéa du II de l'article 24 de la loi du 6 janvier 1978 susvisée, il y a lieu de dispenser de toute formalité déclarative préalable les traitements automatisés qui ont pour finalité la tenue des listes d'initiés lorsqu'ils sont conformes aux dispositions qui suivent,

Décide :

Article 1 - Champ d'application de la dispense.

Sont dispensés de déclaration les traitements automatisés de données à caractère personnel qui satisfont aux conditions posées par la présente délibération, lorsque leur responsable exerce en France une activité dans le cadre d'une installation stable, quelle qu'en soit la forme juridique (y compris s'il s'agit d'une simple succursale), et recourt à cette fin à des moyens informatiques situés sur le territoire national ou utilisés depuis celui-ci, ne serait-ce que pour collecter, enregistrer ou consulter des données personnelles.

Lorsque tout ou partie des moyens informatiques utilisés pour le traitement des données est établi hors du territoire national, la dispense ne s'applique que s'ils sont mis en oeuvre dans un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou dans un autre Etat disposant d'une législation adéquate en matière de protection des données à caractère personnel.

Article 2 - Finalité des traitements et personnes concernées.

Les traitements automatisés doivent avoir pour finalité l'établissement, la mise à jour, l'utilisation et la communication des listes d'initiés dans les conditions fixées à l'article L. 621-18-4 du CMF.

Sous réserve des dispositions de la dernière phrase de l'article 3 de la loi du 6 janvier 1978 susvisée relatives aux autorités habilitées à accéder aux informations en qualité de « tiers autorisés », les informations traitées ne peuvent pas être utilisées, consultées ou transmises à d'autres fins que l'application de la législation sur la prévention des délits d'initiés.

Les informations portées sur les listes d'initiés se rapportent exclusivement à des personnes physiques ou morales, françaises ou étrangères, que le responsable du traitement considère comme étant initiées en tant qu'elles ont accès à des informations privilégiées, c'est-à-dire à des informations précises qui concernent directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers, qui n'ont pas été rendues publiques et qui seraient susceptibles, si elles étaient rendues publiques, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

1. Pour les listes tenues par les émetteurs, quelle que soit leur nationalité, dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée :

- les initiés permanents sont les personnes qui bénéficient, en raison de leur fonction, d'un accès régulier à des informations privilégiées sur l'émetteur, telles que les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance, certains salariés ou préposés de l'émetteur (directeur général, gérant, membres des comités de direction, responsable de l'information financière, gestionnaires d'une liste d'initiés), les commissaires aux comptes, certains conseils habituels de l'émetteur ou certaines sociétés assurant des fonctions externalisées par l'émetteur ;

- les initiés occasionnels sont les mêmes catégories de personnes que ci-dessus, lorsqu'elles ont accès à des informations privilégiées sur l'émetteur de manière ponctuelle, notamment au titre de leur intervention dans la préparation d'une opération financière particulière (partenaires dans la transaction envisagée, personnels des directions juridiques ou financières, secrétaires, sociétés prestataires de services...).

2. Pour les listes tenues par les tiers qui entretiennent des relations professionnelles avec des émetteurs (banques de financement et d'investissement, avocats, cabinets de commissaires aux comptes, cabinets de conseils, entreprises de traduction, agences de communication...) :

- les initiés permanents sont les personnes qui, au sein du tiers responsable de la liste, ont régulièrement accès à des informations privilégiées sur des émetteurs, ainsi que les autres tiers (sous-traitants) ayant un accès régulier aux mêmes informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec le tiers responsable de la liste ;

- les initiés occasionnels sont les mêmes catégories de personnes que ci-dessus, lorsqu'elles n'ont que ponctuellement accès à des informations privilégiées sur des émetteurs (traducteurs, documentalistes, secrétaires), notamment à l'occasion d'une mission particulière (rédaction d'un rapport).

Un organisme peut mettre en oeuvre un ou plusieurs traitements automatisés, selon qu'il aura ou non décidé de confier la gestion centralisée de la liste d'initiés à un seul service, de recenser dans des listes séparées les initiés permanents et les initiés occasionnels ou de tenir plusieurs listes d'initiés occasionnels en fonction du motif d'inscription.

Article 3 - Données susceptibles d'être traitées.

Pour les personnes physiques : nom, prénoms, adresse professionnelle, site, société de rattachement, numéros de téléphone, de télécopie et adresse électronique professionnels, date de fin des fonctions.

Pour les tiers personnes morales : raison sociale, forme juridique, numéro SIREN, activité, adresse professionnelle, personne ou service à contacter, numéro de téléphone, adresse électronique.

Le motif d'inscription sur la liste (nature du mandat social, des fonctions professionnelles exercées, de la mission justifiant l'inscription sur la liste...).

Les dates d'inscription et de radiation des informations sur la liste d'initiés.

Article 4 - Modalités de mise à jour et durée de conservation des données.

Les listes d'initiés sont rapidement mises à jour lorsque le service ou la personne responsable de sa tenue est informé de l'accès d'une nouvelle personne à des informations privilégiées, de la cessation pour une personne de l'accès à toute information privilégiée ou du changement de motif d'une inscription.

Les informations enregistrées devenues caduques sont effacées au terme de la cinquième année suivant la cessation de l'accès à toute information privilégiée ou le changement de motif d'inscription.

Par exception, lorsque les informations se rapportent à un émetteur qui est soumis au contrôle d'une autorité étrangère compétente, homologue de l'Autorité des marchés financiers, à l'égard de laquelle s'applique un délai de conservation des données plus contraignant, elles ne sont effacées dans les mêmes conditions qu'à l'expiration de ce délai.

Toute mise à jour d'une liste d'initiés se traduit soit par la saisie dans le traitement de la date de la modification ou de caducité de l'information concernée, soit par la création d'une nouvelle version de la liste entière et la conservation pendant cinq ans de la précédente version.

Article 5 - Destinataires des données.

Seuls peuvent avoir communication de tout ou partie des données enregistrées :

a) Les agents spécialement habilités des services juridiques, financiers, des ressources humaines, d'audit interne ou de la conformité pour participer à la tenue des listes d'initiés, y compris le cas échéant les dirigeants ;

b) L'Autorité des marchés financiers et les autorités administratives compétentes, homologues de l'AMF, des autres Etats membres de la Communauté européenne, des autres Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen et des autres Etats disposant d'une législation adéquate en matière de protection des données à caractère personnel, pour les seules informations entrant dans leur champ de compétence respectif.

Les destinataires prévus au b ne peuvent avoir communication des données que sur demande préalable formulée par écrit, notamment par voie postale ou électronique.

Article 6 - Mesures de sécurité.

Les listes d'initiés doivent être garanties contre toute falsification de leur contenu. Leur accès doit être rigoureusement encadré, tout particulièrement lorsque le motif d'inscription constitue en lui-même une information privilégiée.

Le responsable du traitement prend, en conséquence, toutes précautions utiles pour préserver l'intégrité, la sécurité et la confidentialité des données saisies, par exemple en mettant en place un système de journalisation et d'horodatage des mises à jour et consultations de la liste pour leur attribuer une date certaine ou, lorsque les motifs d'inscription constituent des informations privilégiées, en utilisant des noms de code ou en conservant les données sous une forme chiffrée.

Des précautions spécifiques doivent également être prises en cas d'édition et de conservation des listes sur support papier et de leur transmission à l'AMF ou à une autorité administrative étrangère, homologue de l'AMF.

En cas d'archivage des versions successives de la liste d'initiés, cette opération s'effectue sur des cédéroms non réinscriptibles ou tout autre support de même qualité.

Article 7 - Recours à un prestataire.

Le responsable du traitement peut avoir recours à un prestataire externe pour l'archivage des listes d'initiés.

La convention signée avec le prestataire décrit les opérations que celui-ci est habilité à effectuer à partir des données à caractère personnel, ainsi que les engagements qu'il prend pour garantir leur sécurité et leur confidentialité, en particulier l'interdiction d'utiliser les données à d'autres fins que celles indiquées par la convention et de les mettre en relation avec d'autres sources de données à caractère personnel, ainsi que l'engagement de procéder à la destruction des fichiers manuels ou informatisés stockant les données personnelles dès l'achèvement du contrat.

Le responsable de traitement doit s'assurer du caractère suffisant des mesures prises en vue d'assurer la sécurité et la confidentialité des données.

Article 8 - Information et droits des personnes concernées.

Le responsable du traitement informe, conformément à l'article L. 432-2-1 du code du travail, les instances représentatives du personnel de sa mise en oeuvre. Il informe les personnes de chaque inscription sur la liste les concernant, des motifs de l'inscription, des interdictions liées à la détention d'informations privilégiées, ainsi que de la finalité du traitement, des destinataires des informations et des modalités d'exercice des droits d'accès et de rectification prévus aux articles 39 et 40 de la loi du 6 janvier 1978 modifiée.

Cette information est délivrée par la remise d'un document écrit ou par voie électronique et peut prévoir l'envoi d'un accusé de réception ou d'une copie de lettre à retourner signée. Une lettre d'information peut également, dans la mesure du possible, être adressée à la personne concernée au moment de sa radiation de la liste.

Pour l'exercice du droit d'opposition pour motif légitime ou du droit de mise à jour, les contestations relatives à la qualité d'initié sont portées devant la juridiction compétente (ex. : le conseil des prud'hommes pour un salarié du secteur privé).

Article 9 - Interconnexion ou mise en relation avec d'autres traitements.

Les listes d'initiés peuvent être constituées pour partie sur la base d'informations issues d'un dispositif automatisé de gestion des missions ou de traçabilité des accès aux applications de gestion de documents, notamment ceux comportant des informations privilégiées.

Article 10 - Limitations de la portée de la dispense.

Les traitements dispensés de déclaration restent soumis aux autres dispositions de la loi du 6 janvier 1978 modifiée, en particulier à ses articles 32 à 40.

Ne peuvent prétendre au bénéfice de la dispense de déclaration les traitements automatisés qui sortent du cadre défini par la présente délibération, tels que ceux ayant également pour finalité la recherche des opérations suspectes définies à l'article L. 621-17-2 du CMF, le recours à des moyens informatiques situés dans des pays ne disposant d'aucune législation adéquate de protection des données à caractère personnel, par exemple à des fins d'archivage des listes d'initiés, ou encore la transmission de données personnelles vers ces mêmes pays.

Ces traitements doivent faire l'objet de formalités déclaratives préalables auprès de la CNIL dans les conditions prévues par la loi du 6 janvier 1978 modifiée.

Article 11

La présente délibération sera publiée au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 6 juillet 2006.

Le président, Türk

ANNEXE II - LIGNES DIRECTRICES DU CESR



THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS

Ref: CESR/06-562b

Market Abuse Directive

**Level 3 – second set of CESR guidance and
information on the common operation of the
Directive to the market**

July 2007

Index

Introduction

Draft Second set of CESR Guidance on the Operation of the Market Abuse Directive

I WHAT CONSTITUTES 'INSIDE INFORMATION' UNDER THE MARKET ABUSE DIRECTIVE?

- Introduction
- Information of a Precise Nature
- Made Public
- Significant Price Effect
- Examples of Possible Inside Information Directly Concerning the Issuer

II WHEN ARE THERE LEGITIMATE REASONS TO DELAY THE PUBLICATION OF INSIDE INFORMATION

- Introduction
- Legitimate Interests
- Illustrative Examples of Legitimate Interests for Delay

III WHEN DOES INFORMATION RELATING TO A CLIENT'S PENDING ORDERS CONSTITUTE INSIDE INFORMATION

- Introduction
- "*Client's pending order*" as inside information: conditions set out by the Directives
- "*Client's pending order*" as inside information: Guidance
- Guidance on the order's price sensitivity
- Guidance on the order's precise nature

IV INSIDER LISTS

Introduction

1. In December 2005 CESR agreed that CESR-Pol should carry out a second phase of market-facing Level 3 work in respect of the Market Abuse Directive. A draft second set of guidance was published for European-wide consultation on 2 November 2006 (Ref. CESR/06-562). The following issues were covered in the draft guidance.
 - i. What constitutes inside information;
 - ii. When is it legitimate to delay the disclosure of inside information;
 - iii. When does information relating to a client's pending orders constitute inside information;
 - iv. Insider lists in multiple jurisdictions – proposing a mutual recognition system to apply in this area (i.e. a competent authority would accept an insider list maintained in accordance with the rules of another CESR member).
2. The draft guidance has been revised to take account of comments made in the consultation exercise and, following approval of the CESR Chairs, is now published in its final form. A Feedback Statement on the consultation exercise (Ref. CESR/07-402) is being published separately.
3. Preparation of the guidance has been undertaken by CESR-Pol, through the Market Abuse Level 3 Drafting Group. The permanent operational group CESR-Pol is chaired by Mr Kurt Fribil, Chairman of the Austrian Finanzmarktaufsicht (FMA). The Market Abuse Level 3 Drafting Group was chaired by Mr Dilwyn Griffiths, Head of Market Monitoring of the Financial Services Authority (FSA) of the United Kingdom.

Status of the guidance

4. The outcome of CESR's work is reflected in the guidance set out in this paper, which does not constitute European Union legislation and will not require national legislative action.
5. CESR Members will apply the guidance in their day-to-day regulatory practices on a voluntary basis.
6. The way in which the guidance will be applied will be reviewed regularly by CESR. CESR's guidance for the consistent implementation of the Market Abuse Directive will not prejudice, in any case, the role of the Commission as guardian of the Treaties.



Second set of CESR Guidance on the Operation of the Market Abuse Directive

I WHAT CONSTITUTES 'INSIDE INFORMATION' UNDER THE MARKET ABUSE DIRECTIVE?

Introduction

- 1.1 This section of the guidance covers what constitutes 'inside information' as defined by paragraph 1 of Article 1.1 of the Market Abuse Directive (2003/6/EC) (MAD). It does not deal either with inside information relating to commodity derivatives or inside information relating to client pending orders (i.e. trading information).
- 1.2 Paragraph 1 of Article 1.1 of the Market Abuse Directive defines 'inside information' by means of the following four criteria. It is
- information of a precise nature
 - which has not been made public
 - relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments
 - and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments
- 1.3 The following paragraphs provide guidance on what CESR considers is covered by the four above criteria, taking into account the relevant provisions of the Level 2 Implementing Measures and drawing on the advice CESR provided to the Commission in December 2002 for these Implementing Measures (Ref. CESR/03-212c)¹. It should be noted that the criteria of information of a precise nature and significant price effect are very much linked to each other and hence it is important not to consider each criterion in isolation. However, CESR considers that it is possible to identify separately the factors which should be taken into account in respect of each criterion.

Information of a Precise Nature

- 1.4 Article 1 of Commission Directive 2003/124/EC amplifies what is meant by the term "information of precise nature" as follows:

"...information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments."

- 1.5 The precise nature of information is to be assessed on a case-by-case basis and depends on what the information is and the surrounding context. However, the following general points can be made. CESR considers that in determining whether a set of circumstances exists or an event has occurred, a key issue is whether there is firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation² i.e. if it can be proved to have happened or to exist. When considering what may reasonably be expected to come into existence, the key

¹ The advice provided to the Commission does not constitute Level 3 guidance

² 'Speculation' in this context is used in the sense of conjecture without any definite knowledge.

issue is whether it is reasonable to draw this conclusion based on the ex ante information available at the time. It should be noted that CESR considers that in general, other than in exceptional circumstances or unless requested to comment by the competent regulator pursuant to Art 6.7 of MAD, issuers are under no obligation to respond to speculation or market rumours which are without substance.

- 1.6 It is also important to note that, if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right³.
- 1.7 In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise. For example, an approach to a target company about a takeover bid can be considered as precise information even though the bidder had not yet decided the price. Similarly, a piece of information could be considered as precise even if it refers to matters or events that could be alternatives. For example, the fact that a company was proposing to launch a takeover bid for one or other of two companies could be considered as precise even though the bidding company had not finally decided which would be its target (this example again assumes that the bidding company cannot take advantage of Article 6.2 of MAD).
- 1.8 As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR considers this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without, or at very low, financial risk – i.e. the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market – i.e. that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it.

Made Public

- 1.9 As regards making information public, companies with inside information to disclose should use the disclosure mechanisms specified by their Competent Authority. So, for example, if they are required to make information publicly available through a particular electronic news service it will not necessarily be sufficient for them only to give the information to a newspaper. However, for the purposes of determining whether a transaction was made using inside information, it should be noted that information can be publicly available⁴ even if it was not disclosed by the issuer in the specified manner. This applies whether the information became public through an incorrect disclosure by the issuer or through a third party.

Significant Price Effect

- 1.10 Article 1 of Commission Directive 2003/124/EC amplifies what is meant by the concept of 'information likely to have a significant price effect'.

"...information which, if it were to be made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative

³ The example here is simply intended to illustrate what precise information is and does not mean that the target company would necessarily have an obligation to make an announcement at this point: it may be able to rely on the provision allowing it to delay disclosure.

⁴ In this context publicly available information may also include information which is made accessible on a commercial basis – e.g. electronic information services for which a subscription is required



financial instruments shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions."

- 1.11 The 'reasonable investor test' set out above assists in determining the type of information to be taken into account for the purposes of the "significant price effect" criterion. In this context it should be noted Article 17.2 of MAD makes clear that implementing measures do not modify the essential provisions of the Level 1 Directive.
- 1.12 CESR considers that those with potential inside information need to assess on an ex ante basis whether or not information is likely to have a significant price effect. It is a question of determining the degree of probability with which at that point in time such an effect could reasonably have been expected. The Directive test is "likely" so on the one hand the mere possibility that a piece of information will have a significant price effect is not enough to trigger a disclosure requirement but, on the other hand, it is not necessary that there should be a degree of probability close to certainty.
- 1.13 CESR is clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement. For example, the volatility of 'blue-chip' securities is typically less than that of smaller, less liquid stocks. Large absolute percentage rises in big company stocks are likely to be rare events and do not mean that smaller percentage share price changes should not be seen as significant. In determining whether a significant effect is likely to occur, the following factors should be taken into consideration⁵:
- i) the anticipated magnitude of the matter or event in question in the context of the totality of the company's activity;
 - ii) the relevance of the information as regards the main determinants of the financial instrument's price;
 - iii) the reliability of the source;
 - iv) market variables that affect the price of the financial instrument in question (These variables could include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, etc.).
- 1.14 Some useful indicators of whether information is likely to have a significant price effect that should be taken into consideration are whether:
- the type of information is the same as information which has, in the past, had a significant effect on prices
 - pre-existing analysts research reports and opinions indicate that the type of information in question is price sensitive
 - the company itself has already treated similar events as inside information

It should be emphasised that these factors are only indicators. They should not be treated as definitive in terms of meaning that the information in question will necessarily have a significant price effect. Companies should also take into account that the significance of the information in question will vary widely from company to company, depending on a variety of factors such as the company's size, recent developments and the market sentiment about the company and the sector in which it operates. In addition, what is likely to have a significant price effect can vary according to the asset class of the financial instrument. For example, a piece of information which may be price sensitive for an equity issuer may not be so for an issuer only of debt securities.

Examples of Possible Inside Information Concerning the Issuer

⁵ See Recital 1 to Commission Directive 2003/124/EC

1.15 The following is a non-exhaustive and purely indicative list of events of the type which might constitute inside information. The fact that an event does not appear on the list does not mean it cannot be inside information. Nor does the fact that an event is included on the list mean that it automatically will be inside information: the **materiality of the event** needs to be considered. Something would only constitute inside information if it was sufficiently material. Moreover, as noted above, it is the specific circumstances of each case which need to be considered.

Information which directly concerns the issuer:

- Operating business performance;
- Changes in control and control agreements;
- Changes in management and supervisory boards;
- Changes in auditors or any other information related to the auditors' activity;
- Operations involving the capital or the issue of debt securities or warrants to buy or subscribe securities;
- Decisions to increase or decrease the share capital;
- Mergers, splits and spin-offs;
- Purchase or disposal of equity interests or other major assets or branches of corporate activity;
- Restructurings or reorganizations that have an effect on the issuer's assets and liabilities, financial position or profits and losses;
- Decisions concerning buy-back programmes or transactions in other listed financial instruments;
- Changes in the class rights of the issuer's own listed shares;
- Filing of petitions in bankruptcy or the issuing of orders for bankruptcy proceedings;
- Legal disputes;
- Revocation or cancellation of credit lines by one or more banks;
- Dissolution or verification of a cause of dissolution;
- Changes in the assets' value;
- Insolvency of relevant debtors;
- Reduction of real properties' values;
- Physical destruction of uninsured goods;
- New licences, patents, registered trade marks;
- Decrease or increase in value of financial instruments in portfolio;

- Decrease in value of patents or rights or intangible assets due to market innovation;
- Receiving acquisition bids for relevant assets;
- Innovative products or processes;
- Product liability or environmental damages cases;
- Changes in expected earnings or losses;
- Orders received from customers, their cancellation or important changes;
- Withdrawal from or entry into new core business areas;
- Changes in the investment policy of the issuer;
- Ex-dividend date, changes in dividend payment date and amount of the dividend; changes in dividend policy..

1.16 The Directive definition of inside information also encompasses information which relates **indirectly** to issuers or financial instruments. The following is a list of examples of such information. Again, these examples are indicative and non-exhaustive and are subject to the same conditions and caveats set out in paragraph 1.15 above. It should be noted that, where the information meets the tests for being inside information, the confidentiality duty and the prohibition to enter into transactions stated in Articles 2 and 3 of MAD apply. There is, however, no legal basis to require prompt disclosure under Article 6.1 of MAD, because this article only applies to issuers and to information that directly concerns them. (Indeed, it is recognised that in the examples listed below, the issuer would usually either not be aware of the information before it was publicly announced, or, if they were aware, would be precluded from making any disclosure themselves until the other agency had made its announcement.) Nevertheless, if such events when they become public knowledge would have consequences directly affecting the issuer which would meet the tests for inside information, the disclosure requirement in Article 6 of MAD would apply at the relevant point. .

Information which indirectly concerns the issuer

- Data and statistics published by public institutions disseminating statistics;
- The coming publication of rating agencies' reports;
- The coming publication of research, recommendations or suggestions concerning the value of listed financial instruments;
- Central bank decisions concerning interest rates;
- Government's decisions concerning taxation, industry regulation, debt management, etc.;
- Decisions concerning changes in the governance rules of market indices, and especially as regards their composition;
- Regulated and unregulated markets' decisions concerning rules governing the markets;
- Competition and market authorities' decisions concerning listed companies;

- Relevant orders by government bodies, regional or local authorities or other public organizations;
- A change in trading mode (e.g., information relating to knowledge that an issuer's financial instruments will be traded in another market segment: e.g. change from continuous trading to auction trading); a change of market maker or dealing conditions.

II WHEN ARE THERE LEGITIMATE REASONS TO DELAY THE PUBLICATION OF INSIDE INFORMATION

Introduction

- 2.1 Article 6.2 of the MAD provides that *“An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information.”*
- 2.2 This section of the guidance deals with situations in which there are legitimate interests for an issuer to delay the publication of inside information. It does not cover the other two conditions set out in Article 6.2 and the relevant implementing measures (that the delay would not likely to mislead the public; and that the issuer is able to ensure the confidentiality of the information).

Legitimate Interests

- 2.3 The term ‘legitimate interests’ is amplified by Article 3 (1) of the implementing Directive 2003/124/EC.

“For the purposes of applying Article 6(2) of Directive 2003/6/EC, legitimate interests may, in particular, relate to the following non-exhaustive circumstances:

- (a) negotiations in course, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardise the interest of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer;*
 - (b) decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective, where the organisation of such an issuer requires the separation between these bodies, provided that a public disclosure of the information before such approval together with the simultaneous announcement that this approval is still pending would jeopardise the correct assessment of the information by the public.”*
- 2.4 The article makes clear that the examples it sets out of circumstances where there are legitimate interests for delaying public disclosure constitutes a non-exhaustive list. So it is open to issuers to delay the disclosure of information in other situations, provided the conditions in Article 6 (2) of the MAD apply.
- 2.5 CESR has considered whether, in giving guidance on this issue, it should provide any further examples of such situations. However, CESR believes that, as the right to delay the disclosure of inside information is a derogation from the general rule rather than the norm, it would



not be appropriate to give a long list of (other) circumstances in which the issuer has the right to delay. It remains the issuer's responsibility to determine whether, in its own specific circumstances, the disclosure of inside information can be delayed given due regard to the applicable conditions.

- 2.6 CESR is therefore confining its guidance to providing indicative examples of the two circumstances mentioned in Article 3 (1) of implementing Directive 2003/124/EC. The guidance has the objective of illustrating rather than extending the provisions of the Directive. The guidance draws on the advice CESR provided to the Commission in December 2002 (Ref: CESR/02-089d) in respect of this implementing Directive.

Illustrative Examples of Legitimate Interests for Delay

- 2.7 As usual, it should be noted that the examples below are not intended to be exhaustive and issuers will need to consider the particular circumstances of their case when deciding whether they can delay disclosure.

- 2.8 The following are examples of the first set of circumstances ('negotiations in course') mentioned in implementing Directive 2003/124/EC:

- Confidentiality constraints relating to a competitive situation (e.g. where a contract was being negotiated but had not been finalized and the disclosure that negotiations were taking place would jeopardise the conclusion of the contract or threaten its loss to another party). This is subject to the provision that any confidentiality arrangement entered into by an issuer with a third party does not prevent it from meeting its disclosure obligations;
- Product development, patents, inventions etc where the issuer needs to protect its rights provided that significant events that impact on major product developments (for example the results of clinical trials in the case of new pharmaceutical products) should be disclosed as soon as possible;
- When an issuer decides to sell a major holding in another issuer and the deal will fail with premature disclosure;
- Impending developments that could be jeopardised by premature disclosure.

- 2.9 Cases within the scope of the second set of circumstances ('decisions taken which need the approval of another body') include those where there are complex decision-making processes involving multiple hierarchical layers in the issuer's organization.

Other Guidance

- 2.10 Finally it should be emphasized that meeting the test for having a legitimate interest in delaying a disclosure is not by itself sufficient reason to delay the disclosure. In all the situations a further evaluation should be done to decide whether the other conditions in Article 6.2 of the MAD apply i.e. that the delay in disclosing the inside information would not be likely to mislead the public; and that the issuer is able to ensure the confidentiality of the information.

- 2.11 As regards how companies should behave in the period between inside information arising and the time when it is disclosed or its ceasing to be inside information, CESR offers the following observations. At the time the decision is made to delay disclosing the inside information, companies may wish to consider recording the reasons for doing so. This provides a clear audit trail which may be to the advantage of the issuer if the regulator



requires that this information is provided to them. Once the decision to delay disclosure has been made, companies will need to ensure that knowledge of the information is restricted to those who need to have access to it and that those who are insiders are aware that the information is confidential and recognise their resulting obligations. If the issuer subsequently becomes aware that the information has not been kept confidential and there has been a leak, it should disclose the information as soon as possible in the manner specified. Issuers should also keep under review whether the delay in disclosing the information is likely to be misleading and, if they conclude that this is the case, again the information should be announced as soon as possible.

- 2.12 CESR does not propose at this stage to offer any further guidance on when delay in disclosing inside information would not be likely to mislead the public. It is aware, however, of the argument that any delay in disclosing information would be misleading. CESR does not share this view. If this argument were correct, then clearly there would have been no purpose in including a provision in the Directive which allowed for delay since the criteria for doing so could never be met.

III WHEN DOES INFORMATION RELATING TO A CLIENT'S PENDING ORDERS CONSTITUTE INSIDE INFORMATION

Introduction

- 3.1 As regards information relating to client orders, the relevant legislative provision is Article 1.1 par.3 of MAD which specifies that “*For persons charged with the execution of orders concerning financial instruments, ‘inside information’ shall also mean information conveyed by a client and related to the client's pending orders*”.
- 3.2 These persons should properly manage that kind of inside information in order to avoid the abuse of it. This means that, according to Art. 2 and 3 of MAD, , such a person shall not:
- use that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates⁶;
 - disclose that information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;
 - recommend or induce another person, on the basis of that information, to acquire or dispose of financial instruments to which that information relates.
- 3.3 According to Art. 4 of MAD the same prohibitions apply to any other person who possesses that information and who, at the same time, knows, or ought to have known, that that information is inside information.
- 3.4 The persons typically involved in the above situations are employees of intermediaries.
- 3.5 Considering that intermediaries work in complex environments, these prohibitions imply that they should find measures and tools that allow them to act without using inside information. Therefore, guidance could be helpful to allow intermediaries and their employees to better understand when information related to a client’s pending orders is inside information.

“Client’s pending order” as inside information: conditions set out by the Directives

⁶ Article 2.3 provides that this shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed inside information.

- 3.6 According to Article 1.1 par.3 of MAD “information conveyed by a client and related to the client's pending orders” is inside information if it satisfies three conditions⁷:
- a. it “*is of a precise nature*”,
 - b. it “*relates directly or indirectly to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments*”,
 - c. “*if it were made public, it would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments*”.

- 3.7 Conditions *sub* a) and c) are further defined by Art 1(1) of implementing Directive 2003/124/EC.

As to condition a): “*information shall be deemed to be of a precise nature*”:

- 1) “*if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and*”
- 2) “*if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments*”.

As to condition c): “*information which (...) would be likely to have a significant effect on the prices (...) shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions*”.

“Information conveyed by a client and related to a client’s pending order” : Guidance

i) Client's pending order

- 3.8 Neither MAD nor the relevant implementing Directive define the term 'client's pending order'. CESR does not consider it can produce a single definitive definition of the term but offers the following guidance to assist in clarifying when there is a pending client order. An indication that there is a pending order for a client is that a person charged with executing orders is approached by another in relation to a transaction and

- a) the transaction is not immediately executed in response to a price quoted by that person ; and
- b) the person concerned has taken on a legal or regulatory obligation relating to the manner or timing of the execution of the transaction.

Thus, for example, merely polling for a price (contacting various brokers to establish at what price they are prepared to buy or sell a particular financial instrument or type of financial instrument) would not in itself constitute a client's pending order as no order has yet been placed.

ii) When is the information conveyed by a client inside information: general considerations

- 3.9 The main difficulties in understanding when information conveyed by a client relating to their pending order is inside information basically refer to the problem of determining when the above mentioned conditions on the precise nature and the price sensitivity are met.

- 3.10 Before examining the scope of guidance on the precise nature and the price sensitivity of such information, it is convenient to recognise that orders are in general characterised by several elements concerning three parameters: price, quantity and execution timing. Many

⁷ In addition, implicitly the fourth condition is that information should not be already public.

different combinations of these elements can be valued in different ways. The identity of the client and the financial instrument to which the order relates may also be relevant.

- 3.11 In addition, these elements are different across markets according to their specific microstructure. For instance, some electronic trading systems can allow stop-loss orders, or partially-displayed orders, and so on. Furthermore the market impact of the order execution may depend on the market's liquidity; the way in which the order will be executed; the trading method used (auction, continuous trading, etc); and so on.
- 3.12 All the relevant factors should be taken into account in order to determine whether the information conveyed by a client relating to their pending order is inside information. As usual, it should be emphasised that the following guidance is indicative and not exhaustive.

iii) Price sensitivity

- 3.13 The price sensitivity of information relating to a client's pending order is likely to be influenced by:
- a. The order's dimension/size, compared, for example, with the average size of the orders in that market or the daily trading volume. The greater the size of the order as compared with the average size of orders in that market, the more likely it is to have an influence on the price of the financial instrument;
 - b. the liquidity of the market during the period of the order execution;
 - c. the bid-ask spread: the wider the spread, the more likely that an order may have an impact on the price;
 - d. the price limit for the order and the relationship of that price limit to the current bid-ask spread;
 - e. the execution timeframe as instructed by the client (e.g. the quicker the client wants the order executed, the more likely there is to be a price impact);
 - f. the execution timing in relation to determining relevant or reference prices such as opening, closing minimum or maximum prices or exercise prices of related financial instruments such as derivatives, covered warrants, structured bonds, etc;
 - g. the identity of the client;
 - h. whether the order is likely to influence the behaviour of other market participants.

iv) Precise nature

- 3.14 As set out in implementing Directive 2003/124/EC (see paragraph 3.7 above) the relevant conditions for determining if the information is of a precise nature are twofold: "1) *if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and 2) if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments*".
- 3.15 While the second condition is very close in nature to that of price-sensitivity, discussed above, the first expresses quite clearly that information does not have to be certain to constitute inside information. i.e. information relating to an order could be inside information even if all of its characteristics are not yet completely defined. In this respect a set of useful guidance can be outlined as follows.



- 3.16 The test for the precise nature of information relating to an order is more likely to be satisfied:
- a. the more defined are the order's size, price limit and execution period;
 - b. the more predictable the pattern of the trading behaviour of a client, the more precise will be the nature of a particular order from that client.

Other Guidance

- 3.17 CESR has been asked what a person charged with executing client orders should do if, having received a client order to conduct a significant transaction in a financial instrument, it subsequently received orders from other clients concerning that same instrument. Recital 18 of MAD is relevant in this context. The pertinent element of the Recital is as follows

"... The mere fact that market-makers, bodies authorised to act as counterparties, or persons authorised to execute orders on behalf of third parties... confine themselves ... to pursuing their legitimate business of buying or selling financial instruments ... should not in itself be deemed to constitute use of ...inside information."

The fact that a person charged with executing client orders receives a big order from a client does not mean that it has to cease executing other orders it may receive concerning the same financial instrument until the first order has been completed.

IV INSIDER LISTS

- 4.1 Article 6.3 paragraph 3 of MAD obliges Member States to require issuers, or persons acting on their behalf or for their account, to establish insider lists, to be regularly updated and to be provided to competent authority upon request. In addition, the implementing Directive 2004/72/EC ⁸ provides for further details as to the content of the insider list, the way it should be updated and maintained, and the information duties related to such insider list.
- 4.2 In general, across Europe, Member States have implemented these provisions so that they apply to issuers whose financial instruments are admitted to trading on a domestic regulated market and/or to domestic issuers having financial instrument admitted to trading on a Regulated market of another EU or EEA Member State.
- 4.3 There are already a certain number of issuers whose financial instruments are admitted to trading on regulated markets in different European jurisdictions. Consequently, it appears that the same issuer has to comply with the requirement to draw up and maintain insider list in accordance with the legal framework applicable in each of the concerned jurisdictions. In other words, there may be overlapping requirements with respect to keeping the insider list, in certain circumstances. From the competent authorities' perspective, it is considered that overlapping is preferable to loopholes. However, it may be argued that such overlapping could prove "burdensome" for issuers.
- 4.4 It should be recalled that the requirements to keep, maintain and provide the competent authority with insider lists only applies to the issuer that has requested or approved admission of its financial instruments to trading on a regulated market in a Member State (Article 9 par. 3 MAD).

⁸ Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions.



- 4.5 For issuers subject to the jurisdiction of more than one EU or EEA Member State with respect to insider list requirements, it is recommended that the relevant competent authorities recognise insider lists prepared according to the requirements of the Member State where the issuer in question has its registered office.
- 4.6 This recommendation does not challenge the obligation on an issuer in each of the relevant jurisdictions to establish an insider list and the right for the competent authority from any of these jurisdictions to request such list. In this context it should be noted that under the MAD a competent authority only needs to be supplied with an insider list if it requests it from the issuer: there is no obligation on an issuer spontaneously to provide its insider list to the competent authority or inform it of updates to the list.
- 4.7 With respect to the persons acting on behalf of for the account of the issuer, regardless of their nationality or their location or place of incorporation, the rules to follow have to be the rules of the jurisdiction applicable to the issuer.

Recommandation n° 2003-01

La mise en place de procédures de *data room* par une société cotée peut intervenir aujourd'hui dans de nombreux cas de figure tels que des cessions d'actifs ou des fusions. Sans préjudice des dispositions de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier relatives au délit d'initié, ces procédures sont couvertes par les règlements de la Commission des opérations de bourse n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée et n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Cependant le cas des *data rooms* organisées par une société cotée en vue de la cession d'une participation par l'un de ses actionnaires, soulève des questions particulières. En effet, elles ouvrent à un ou plusieurs acquéreurs potentiels de cette participation l'accès à une somme parfois considérable de documents contenant des informations de toute nature sur l'émetteur. Certaines de ces informations sont protégées par des secrets, notamment le secret industriel (brevets) et commercial (clients), d'autres sont sensibles, c'est-à-dire susceptibles d'avoir une influence sur le cours du titre (comptes non encore publiés, états prévisionnels, plan de développement, négociations en cours...). En raison du caractère confidentiel des informations ainsi communiquées par la société, pour les besoins exclusifs d'une transaction entre tiers, et de l'accès privilégié qui y est réservé, ce type particulier de procédure de *data room* doit être spécifiquement justifié au regard de l'intérêt social.

Par la présente recommandation, la Commission entend ainsi préciser selon quelles modalités cette procédure peut être sécurisée pour préserver les intérêts des actionnaires et le respect des principes fondamentaux que sont l'égalité d'accès à l'information des investisseurs et l'interdiction d'exploiter des informations privilégiées.

I - Les conditions de mise en œuvre de la procédure de "*data room*"

I-1 Une procédure qui doit être limitée à la cession de participations significatives

La Commission recommande de limiter l'usage de la procédure aux opérations destinées à permettre le reclassement d'une participation significative. Le caractère significatif sera apprécié au vu de la taille de la participation et de ses liens avec les processus de décisions stratégiques (exemples : présence d'un ou plusieurs administrateurs au conseil, partenariat industriel et commercial...), en particulier si l'opération n'est pas suivie d'une offre publique.

I-2 sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité

La Commission recommande la mise en place d'engagements de confidentialité destinés à prévenir tout risque de divulgation et d'exploitation d'informations privilégiées.

Les participants à la *data room* reconnaissent ainsi notamment que les informations qui leur sont transmises sont confidentielles et non publiques, et donnent acte du fait qu'elles ne peuvent être utilisées ou transmises à d'autres fins que pour les besoins de l'opération projetée.

Pendant la période de mise à disposition des données dans le cadre de la *data room*, les intéressés doivent s'abstenir d'intervenir sur les titres de la société concernée ou de transmettre les informations privilégiées à des tiers. (Sur la persistance de cette obligation après la clôture de la *data room* voir III).

I-3 ... et réservée aux personnes témoignant d'un intérêt sérieux d'acquérir

L'accès à la *data room* doit être réservé aux signataires d'une lettre d'intention témoignant du sérieux de leur projet et en particulier de leur capacité à financer l'acquisition.

L'information communiquée à l'occasion de ces procédures doit permettre aux acquéreurs de confirmer ou non leur intention et de définir avec précision les conditions auxquelles ils sont prêts à réaliser la transaction. Elle ne constitue pas, par conséquent, l'élément déterminant de l'intention d'achat.

II - L'information du public

II-1 En cas d'offre publique consécutive à la cession de la participation significative

- *Offre obligatoire*

Lorsque la quotité de titres acquise constitue une participation majoritaire ou entraîne un changement de contrôle, le marché est normalement désintéressé par le dépôt d'une garantie de cours ou d'une offre publique dont la recevabilité est examinée dans les conditions prévues par le règlement général du Conseil des marchés financiers. Les critères de fixation du prix sont alors rendus publics et dûment justifiés.

- *Offre volontaire*

Sans avoir acquis le contrôle de la société, l'acquéreur peut cependant souhaiter poursuivre sa politique d'acquisition et déposer en conséquence un projet d'offre volontaire dont la recevabilité est également appréciée par le Conseil des marchés financiers.

- *Offre concurrente*

S'il apparaît au cas d'espèce que le principe d'égalité des concurrents l'exige, la société organiserait l'accès de tous les concurrents aux informations nécessaires contenues dans la *data room*.

Dans tous ces cas, la note d'information soumise au visa de la COB devra rétablir l'égalité d'accès à tout fait important nécessaire aux investisseurs pour fonder leur jugement, transmis à l'occasion de la *data room*.

II-2 En cas de cession de participation non suivie d'une d'offre publique

Dès que l'opération, qui a justifié la mise en place d'une procédure de *data room*, est conclue et que l'acquéreur n'envisage pas de déposer volontairement une offre publique, l'émetteur informe le marché du prix et des conditions de la transaction que lui transmettent les parties, ainsi que du fait qu'une *data room* a été mise en place pour les besoins de cette opération.

Il porte à la connaissance du public tout fait important susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre qu'il avait pris la responsabilité de ne pas rendre public, dans l'intérêt de la société, dès lors que cette information a figuré dans la *data room*.

Lorsque plusieurs acquéreurs se sont manifestés et que le conseil d'administration ou le conseil de surveillance est intervenu dans le processus de choix, l'émetteur communique au marché les informations que le cédant de la participation significative lui a transmises sur le prix des différentes offres, leurs conditions et les raisons pour lesquelles elles n'ont pas été retenues.

III - La persistance éventuelle de l'obligation d'abstention des participants à une " *data room* "

En l'absence de transaction à l'issue de la *data room*, les participants ne doivent ni divulguer ni exploiter les informations privilégiées qui leur ont été communiquées à l'occasion de la *data room* tant qu'elles n'ont pas été portées à la connaissance du public ou n'ont pas perdu leur caractère significatif.

A cet égard, la Commission recommande que les parties précisent entre elles, le cas échéant, la durée de pertinence des informations. Cette durée doit être adaptée à la diversité des informations

concernées (exemple : projets de comptes, contrats, licences de marques, listes de clients etc.).

Dès lors que l'information ne présente plus un caractère privilégié ou qu'elle a été diffusée à l'occasion d'une offre publique, l'obligation d'abstention disparaît et les intéressés peuvent par exemple apporter à une offre les titres qu'ils détiendraient ou déposer une offre concurrente.

ANNEXE IV - INSTRUCTION N° 2006-05 DU 3 FEVRIER 2006

INSTRUCTION N° 2006-05 DU 3 FÉVRIER 2006

RELATIVE AUX OPÉRATIONS DES DIRIGEANTS ET DES PERSONNES MENTIONNÉES À L'ARTICLE L. 621-18-2 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER SUR LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ

Prise en application des articles 223-22 à 223-26 du règlement général de l'AMF

Article 1 - Transmission de la déclaration

La déclaration mentionnée à l'article 223-22 du règlement général de l'AMF est transmise à l'AMF par voie électronique à l'adresse suivante :

declarationdirigeants@amf-france.org

Elle ne peut être établie que selon le modèle type figurant en annexe à la présente instruction.

Article 2 - Transmission de la liste des personnes mentionnées au b) de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier

La liste mentionnée à l'article 223-24 du règlement général de l'AMF est transmise à l'AMF par voie électronique à l'adresse suivante :

declarationdirigeants@amf-france.org

Mise en ligne le 9 mars 2006

Modifiée le 28 septembre 2006, le 16 avril 2007 et le 23 avril 2008

ANNEXE FORMULAIRE DE DECLARATION

DÉCLARATION DES OPÉRATIONS RÉALISÉES SUR LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ	
1. DÉNOMINATION SOCIALE DE LA SOCIÉTÉ	Il s'agit de la société dont les titres ont fait l'objet de la transaction.
2. IDENTIFICATION DU DÉCLARANT	
<p>a) Nom et prénom(s) du déclarant. Dans le cas des personnes morales indiquer la dénomination sociale.</p> <p>b) Si le déclarant est une personne mentionnée aux a)¹⁰ et b)¹¹ de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, préciser les fonctions exercées au sein de l'émetteur.</p> <p>c) Si le déclarant est une personne étroitement liée¹², indiquer :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ s'il s'agit d'une personne physique, « <i>Une personne physique liée à</i> » suivi du nom, du prénom et des fonctions de la personne avec laquelle le déclarant a un lien personnel étroit ; ▪ s'il s'agit d'une personne morale, « [Dénomination sociale], <i>personne morale liée à</i> » suivi du nom, du prénom et des fonctions de la personne avec laquelle le déclarant a un lien personnel étroit. 	
Cocher la case "Autres types d'instruments financiers" dès lors que la transaction ne porte pas sur des actions.	3. DESCRIPTION DE L'INSTRUMENT FINANCIER
Pour les levées de stock-options cocher la case "exercice de stock-options"	Actions Autres types d'instruments financiers
4. NATURE DE L'OPÉRATION	
Cette case concerne les opérations, de couverture, le prêt emprunt de titres, l'exercice d'obligations convertibles ou échangeables, etc.	Acquisition Cession Souscription Échange Exercice de stock-options Autres types d'opération (Précisez :) Marché sur lequel la transaction a été réalisée.
Il doit être établi une déclaration par jour.	5. DATE DE L'OPÉRATION : jour/Mois/Année
	6. LIEU DE L'OPÉRATION
	7. PRIX UNITAIRE
	8. MONTANT DE L'OPÉRATION
Coordonnées du déclarant ou de son représentant :	Si plusieurs opérations à des prix différents ont été réalisées le même jour, dupliquer la ligne 7 autant de fois que nécessaire (préciser prix unitaire 1, prix unitaire 2 etc.). En revanche, lorsqu'un ordre unique a été exécuté de manière fractionnée, indiquer une seule opération en retenant le prix moyen pondéré.
Adresse :	Indiquer un montant brut. Dupliquer la ligne autant que nécessaire si plusieurs opérations ont été réalisées le même jour.
Téléphone :	
Fax :	
Ne pas oublier d'indiquer un numéro de téléphone.	

¹⁰ À savoir : « a) Les membres du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance, le directeur général, le directeur général unique, le directeur général délégué ou le gérant de cette personne ; » (Article L. 621-18-2 a) du code monétaire et financier).

¹¹ À savoir : « b) Toute autre personne qui, dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers a, d'une part, au sein de l'émetteur, le pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie, et a, d'autre part, un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement cet émetteur ; » (Article L. 621-18-2 b) du code monétaire et financier).

¹² À savoir : « c) Des personnes ayant, dans des conditions définies par décret en Conseil d'État, des liens personnels étroits avec les personnes mentionnées aux a et b. » (Article L. 621-18-2 b) du code monétaire et financier).

ANNEXE V - INSTRUCTION N° 2006-01 DU 24 JANVIER 2006

1

INSTRUCTION N° 2006-01 DU 24 JANVIER 2006

RELATIVE À LA DÉCLARATION DES OPÉRATIONS SUSPECTES

Prise en application de l'article 321-142 du règlement général de l'AMF

Article unique - Modèle type de déclaration

La déclaration prévue à l'article 321-142 du règlement général de l'AMF est transmise à la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés et prend la forme suivante :

DÉCLARATION DE SOUPÇON D'ABUS DE MARCHÉ	
1. IDENTITÉ DU DÉCLARANT	
a) Nom, prénom(s), n° de téléphone, adresse mail et fonction du déclarant ;	
b) Nom, prénom(s) et adresse de l'employeur. Dans le cas des personnes morales, dénomination sociale et siège.	
2. DESCRIPTION DE L'OPÉRATION	
a) Description de l'ordre :	
• Le code ISIN de l'instrument financier ;	
• Le nombre d'instruments financiers concernés ;	
• La date et l'heure de présentation de l'ordre sur le marché ;	
• Les caractéristiques de l'ordre (notamment le sens, les conditions de prix et le type d'ordre) ;	
• La nature pour compte propre ou pour compte de tiers de l'ordre.	
OU	
b) Description de la transaction :	
• Le code ISIN de l'instrument financier ;	
• Le nombre d'instruments financiers concernés ;	
• La date et l'heure de l'exécution totale ou partielle de l'ordre ;	
• Le sens (achat ou vente) et le prix de la transaction ;	
• La nature pour compte propre ou pour compte de tiers de la transaction.	
3. RAISONS CONDUISANT À SOUPÇONNER QUE L'OPÉRATION POURRAIT CONSTITUER UNE OPÉRATION D'INITIÉ OU UNE MANIPULATION DE COURS	
4. IDENTIFICATION DE(S) LA PERSONNE(S) POUR LE COMPTE DE LAQUELLE L'OPÉRATION A ÉTÉ RÉALISÉE ET DE TOUTE AUTRE PERSONNE IMPLIQUÉE DANS L'OPÉRATION	
a) Personne physique : nom, prénom(s), adresse, numéro de téléphone, numéro de compte, toute autre référence utile (date de naissance, fonctions, lien de parenté, ...) ;	
b) Personne morale : Dénomination sociale, siège social, téléphone, numéro de compte, toute autre référence utile (date d'immatriculation,...).	
5. TOUTE AUTRE INFORMATION UTILE	
Date	
Signature	

Mise en ligne le 30 janvier 2006