

## Recommandation AMF n° 2010-07

### Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées

**Textes de référence : articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF**

Ce guide reprend intégralement les résultats des travaux de la mission confiée à Bernard Esambert sur la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées

#### SOMMAIRE

Introduction .....	2
1. Le champ d'application .....	6
2. Les mesures préventives .....	7
2.1 Rappel de certaines obligations applicables aux dirigeants et aux sociétés cotées .....	7
2.2 Les mesures dont l'AMF recommande la mise en œuvre par les sociétés cotées afin de prévenir les manquements d'initiés .....	8
2.2.1 Prendre des mesures appropriées pour protéger les informations privilégiées et limiter le nombre de personnes y ayant accès .....	8
2.2.2 Codifier les obligations .....	9
2.2.3 Informer et former toutes les personnes susceptibles d'être concernées .....	9
2.2.4 Désigner un déontologue .....	10
2.2.5 Définir des périodes dites de « fenêtres négatives » .....	10
2.2.6 Définir et publier un calendrier de la communication financière .....	12
2.2.7 Interdiction ou encadrement strict de certaines opérations .....	12
3. Les mandats de gestion programmée .....	12
3.1 Des mandats encadrés qui permettent de bénéficier d'une présomption simple .....	12
3.2.1 La nature du mandat .....	13
3.2.2 La mise en place du mandat .....	13
3.2.3 L'objet du mandat .....	15
3.2.4 L'encadrement des opérations par une instruction .....	15
3.2.5 La publicité des opérations réalisées dans le cadre du mandat .....	16
Annexe .....	17

## Introduction

### (1) Rappel des règles en matière de manquements d'initiés

Les dirigeants de sociétés cotées, qui réalisent des transactions sur les titres de leur société, sont soumis aux nombreuses prescriptions liées à la prévention des manquements d'initiés. Les règles en matière de manquements d'initiés, qui sont harmonisées à l'échelle européenne car issues de la transposition de la directive Abus de marché<sup>1</sup>, imposent l'obligation à toute personne détenant une information privilégiée, c'est-à-dire une information précise qui n'a pas été rendue publique et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours d'une société cotée ou d'instruments financiers, de s'abstenir d'utiliser cette information pour réaliser des transactions sur les titres concernés par l'information. Ces personnes doivent également s'abstenir de communiquer cette information en dehors du cadre normal de leurs fonctions ou de recommander à une autre personne d'intervenir sur les titres concernés.

### (2) Des obligations qui peuvent être délicates à gérer pour les dirigeants

L'obligation d'abstention vise en particulier les personnes qui détiennent une information privilégiée en raison de leur qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de la société. Parmi ces personnes, les dirigeants mandataires sociaux sont considérés comme des initiés quasi-permanents. Ils doivent en conséquence composer avec les multiples périodes d'abstention et s'assurer, avant toute transaction, de ne pas être en situation d'initié. L'exercice est d'autant plus délicat que la directive Abus de marché a imposé la transparence de ces transactions et qu'il s'est développé, à la suite de différentes affaires, un courant de suspicion à l'égard des transactions des dirigeants, accru avec la crise financière. La prévention des manquements d'initiés intéresse aussi la société elle-même pour des raisons de réputation et d'image.

### (3) Prendre en compte le long terme

Certaines personnes considèrent qu'il conviendrait d'interdire purement et simplement aux dirigeants toute transaction sur les titres de la société pendant la durée de leur mandat, voire même pendant une période limitée après la cessation de leurs fonctions. Cette interdiction ne vise pas seulement à prévenir les manquements d'initiés mais aussi à inciter les dirigeants à prendre en compte la performance à long terme de l'entreprise. Une telle interdiction semble cependant excessive. Les dirigeants peuvent avoir un intérêt légitime à acquérir ou céder des titres de leurs sociétés. Néanmoins, s'agissant des actions attribuées gratuitement ou issues de levées de stock-options, les dirigeants doivent être soumis à des obligations de conservation exigeantes afin d'aligner leurs intérêts avec ceux de l'entreprise.

L'attribution de stock-options, sous certaines conditions de performance et de conservation, peut être un moyen approprié pour faire converger les intérêts<sup>2</sup>. Afin d'assurer cette convergence, il convient de respecter certaines règles telles la non couverture des stock-options et la conservation d'une partie significative des actions issues de la levée des stock-options ou attribuées aux dirigeants. La loi exige que le conseil d'administration, ou de surveillance, fixe le nombre d'actions que les dirigeants doivent conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions, l'alternative étant l'interdiction pure et simple de lever les stock-options ou de céder les actions gratuites. Il est souhaitable que les obligations de conservation des actions attribuées gratuitement ou issues des levées de stock-options soient suffisamment contraignantes pour permettre une réelle prise en compte des performances de la société à long terme. A titre d'exemple, il pourrait être considéré que des multiples de 3 fois la rémunération annuelle (fixe et variable) pour le PDG et 2 fois la rémunération annuelle (fixe et variable) pour le DGD, sont des exigences satisfaisantes.

---

<sup>1</sup> Directive 2003/06/EC du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

<sup>2</sup> On pourra se référer aux travaux de l'Institut de l'entreprise : « L'entreprise de l'après-crise / Favoriser une meilleure prise en compte du long terme », Les notes de l'Institut, janvier 2010 : [http://www.institut-entreprise.fr/fileadmin/Docs\\_PDF/travaux\\_reflexions/E2020/E2020\\_long\\_terme\\_201001.pdf](http://www.institut-entreprise.fr/fileadmin/Docs_PDF/travaux_reflexions/E2020/E2020_long_terme_201001.pdf).

**(4) Il est attendu des dirigeants un comportement exemplaire**

Dans tous les cas, compte tenu de leurs fonctions et responsabilités, les dirigeants doivent faire preuve d'éthique et d'une grande rigueur dans la gestion de leur participation au capital de la société, afin d'éviter « toute apparence d'impropriété »<sup>3</sup> dans les transactions qu'ils peuvent être amenés à réaliser. Cette règle pourrait se résumer ainsi : plus on monte dans la hiérarchie et plus on doit être insoupçonnable. Il est donc attendu des dirigeants un comportement exemplaire.

**(5) De nombreuses sociétés ont mis en place des mesures de prévention**

Les émetteurs ne doivent pas faire preuve de « passivité » dans la prévention des manquements d'initiés. C'est l'objet de la première partie de ce guide dédiée aux mesures préventives qui s'appuie notamment sur les travaux de certaines associations professionnelles et sur les recommandations plus récentes du régulateur britannique, le FSA (Financial Services Authority). Pour prévenir les manquements d'initiés, les sociétés ont donc, de longue date, pris différentes mesures visant, sans préjudice des dispositions légales et réglementaires applicables, à encadrer les transactions de leurs dirigeants. Les associations professionnelles, en particulier l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), ont publié diverses recommandations en la matière. Il s'agit, plus précisément, du document de « Préventions des délits d'initiés » publié par l'AFEP en janvier 2008, et du « Guide à l'intention des sociétés cotées pour l'établissement des listes d'initiés et l'information des personnes concernées », dont la première édition a été publiée par l'ANSA en mai 2006. Ainsi à titre d'exemple, plusieurs entreprises cotées disposent d'un règlement intérieur, d'un code d'éthique ou d'un code de déontologie définissant les règles qui s'appliquent aussi bien aux dirigeants qu'aux salariés ; un grand nombre de sociétés ont également défini des périodes de « fenêtres négatives » pendant lesquelles toute transaction est interdite. Compte tenu des obligations auxquelles sont soumis les sociétés et leurs dirigeants, la mission considère que le nombre de sociétés mettant en place des mesures similaires devrait croître sensiblement.

**(6) La meilleure prévention reste encore l'information du public**

Il est toutefois important de rappeler que les sociétés cotées ont l'obligation de porter à la connaissance du public, dès que possible, toute information privilégiée qui les concerne directement<sup>4</sup>. Le respect de cette obligation constitue la première mesure de prévention. Une société peut cependant, sous sa propre responsabilité, décider de différer la publication d'une information privilégiée sous réserve que trois conditions cumulatives soient remplies : la publication de l'information porte atteinte aux intérêts légitimes de la société ; cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur ; la société est en mesure d'assurer la confidentialité de l'information. Dans ce cas particulier, le règlement général de l'AMF prévoit expressément la mise en place de mesures visant à restreindre l'accès à l'information privilégiée et à informer les personnes qui y ont accès des sanctions prévues par la loi en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information. A défaut de pouvoir maintenir la confidentialité de l'information, il pourrait être reproché à la société de n'avoir pas respecté son obligation d'information permanente du public.

<sup>3</sup> Le standard réglementaire américain prescrit au dirigeant d'éviter « toute apparence d'impropriété », norme inspirée des règles éthiques du barreau américain.

<sup>4</sup> Article 223-2 du règlement général : « I. - Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement.

II. - L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière, et en particulier :

1° En mettant en place des 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'émetteur ;

2° En prenant 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° En mettant en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de cette information dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité, sans préjudice des dispositions du deuxième alinéa de l'article 223-3. (...) »

**(7) L'élaboration d'un guide afin de regrouper les mesures existantes**

A l'issue de ses travaux, la mission a souhaité rassembler dans un guide le fruit des discussions menées avec les professionnels (sociétés cotées, avocats, banquiers, représentants des actionnaires). Ce guide permet de réunir dans un seul document les principaux éléments concernant la prévention des manquements d'initiés, qu'il s'agisse de recommandations des associations professionnelles, de l'AMF ou d'autres régulateurs comme le FSA. La mission s'est également interrogée sur la pertinence de recommander des mesures spécifiques pour les valeurs moyennes et petites (VaMPs) et a considéré qu'il n'était pas opportun de distinguer les grandes sociétés des VaMPs, l'obligation d'abstention s'appliquant de la même manière aux dirigeants des unes et des autres.

Plusieurs mesures présentées dans le guide relèvent du bon sens, mais en matière de prévention de manquements d'initiés, le bon sens n'est pas l'ennemi de la régulation. L'application de ces mesures contribue également à une meilleure gouvernance des sociétés cotées, s'agissant en particulier de l'encadrement des transactions des dirigeants. Il est important à ce titre de rappeler, d'une part, le rôle des actionnaires qui votent les résolutions autorisant les attributions d'actions et de stock-options et, d'autre part, celui des conseils dans l'attribution desdites actions et stock-options, attributions dont il est souhaitable qu'elles soient proportionnées aux mérites des dirigeants et équilibrées dans leur répartition entre les bénéficiaires pour ne pas faire une part excessive aux dirigeants ou à certains d'entre eux. L'AFEP et le MEDEF rappellent ce principe dans leur code de gouvernement des sociétés cotées : « *la détermination de la rémunération et des attributions d'options ou d'actions de performance doit réaliser un juste équilibre et tenir compte à la fois de l'intérêt général de l'entreprise, des pratiques du marché et des performances des dirigeants* » et, peut-on ajouter, de l'apport de savoirs et de savoir-faire essentiels à la survie et au développement de l'entreprise par des salariés non cadres dirigeants.

**(8) Modifier les fenêtres négatives définies par la loi pour la cession d'actions attribuées gratuitement**

Dans le cadre de la mission, plusieurs personnes auditionnées ont indiqué que le dispositif de fenêtres négatives défini par l'article L.225-197-1 du code de commerce est inadaptée pour les plans d'attribution larges bénéficiant à un grand nombre ou à l'ensemble des salariés dans la mesure notamment où il n'établit pas de distinction entre les attributaires susceptibles de détenir une information privilégiée et les autres<sup>5</sup>.

La modification de cette législation inadaptée à la situation des salariés des sociétés cotées est recommandée.

**(9) La jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union Européenne**

La mission a examiné avec beaucoup d'attention la jurisprudence récente en matière de sanction d'opérations d'initiés. En particulier, l'arrêt de la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) de décembre 2009, arrêt « Spector »<sup>6</sup>, jette un nouvel éclairage sur l'obligation d'abstention. Si l'objectif de la mission n'est pas d'analyser en détail l'arrêt de la CJUE, d'autres l'ayant déjà longuement commenté, on peut tirer de cet arrêt les enseignements suivants : la CJUE confirme le caractère, par principe, objectif du manquement d'initié qui repose sur une présomption d'utilisation d'une information privilégiée par le dirigeant ; la CJUE affirme néanmoins le caractère simple de cette présomption, le dirigeant pouvant la renverser et apporter la preuve qu'il n'a pas utilisé d'information privilégiée. Tout dirigeant en possession d'une information privilégiée qui effectue une

<sup>5</sup> Les dispositions du code de commerce prévoient en effet des fenêtres négatives imposées aux salariés bénéficiaires d'attributions gratuites d'actions et inspirées des fenêtres applicables aux organes sociaux au moment de l'attribution de stock-options :

- une période d'abstention de 10 jours de bourse entourant la publication des comptes annuels ou consolidés applicable à tous les salariés même si ces derniers ne bénéficient d'aucune information privilégiée ;
- une période d'abstention comprise entre la date à laquelle les organes sociaux ont connaissance d'une information privilégiée et 10 jours de bourse après la publication de cette information, alors que les salariés ne sont pas en mesure de savoir si les organes sociaux sont détenteurs d'informations privilégiées.

<sup>6</sup> Arrêt du 23 décembre 2009 de la CJUE dans l'affaire C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck/CBFA.

opération, ne tombe donc pas systématiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés, l'utilisation indue de l'information devant être établie à partir d'un examen approfondi des faits et par rapport aux finalités de la directive Abus de marché<sup>7</sup>.

**(10) Des mandats de gestion strictement encadrés**

Les mesures mises en œuvre par les sociétés et leurs dirigeants pour prévenir les manquements d'initiés et encadrer les transactions, peuvent constituer autant de moyens permettant de démontrer qu'un dirigeant ayant effectué une transaction n'a pas enfreint l'interdiction d'opérations d'initiés. En particulier, la mise en place de mandats de gestion permettrait de démontrer que des transactions effectuées pour le compte d'un dirigeant n'ont pas été déterminées par la connaissance d'une information privilégiée mais par des instructions données antérieurement, alors que le dirigeant ne se trouvait pas en situation d'initié. Cette notion de « déconnexion » entre l'éventuelle détention d'une information privilégiée et la décision d'intervention existe déjà dans la directive Abus de marché, même si l'analyse de la genèse du texte montre que la directive ne visait pas tout type de contrat mais le débouclage d'une opération de marché<sup>8</sup>. Cet élément vient néanmoins conforter le fait qu'un dirigeant concluant avec un tiers un tel mandat respectant des contraintes strictes pourrait, sous réserve de l'appréciation des tribunaux, bénéficier d'une présomption simple de non commission d'opérations d'initiés. On constate en outre qu'aux Etats-Unis et au Royaume Uni, les mandats de cessions (*trading plans*) existent de longue date et sont inscrits dans la réglementation boursière.

Ce mandat doit cependant être encadré de manière stricte : en effet, si les interventions sont laissées en théorie à la seule discrétion de la personne qui assure l'exécution du mandat, le risque d'une immixtion du dirigeant dans la gestion existe, d'après plusieurs personnes auditionnées par la mission, compte tenu en particulier des relations étroites et fréquentes et du rapport de force qui existent entre un gérant et son client. C'est pourquoi la mission a retenu un mandat encadré *a priori* de manière stricte et précise qui limite fortement ce type de risque.

**(11) Promouvoir les mandats de gestion au niveau européen**

A la connaissance de l'AMF, il n'existe pas de tel guide dans d'autres pays européens à l'exception du Royaume-Uni où le régulateur a publié des recommandations similaires. Sur ce point, il est proposé au niveau européen, dans le cadre de la révision de la directive Abus de marché, que l'AMF soutienne la proposition visant à reconnaître le principe du mandat encadré au niveau communautaire. Cette reconnaissance passerait par un amendement de la directive et n'apparaît pas contraire à ses objectifs : la directive exclut d'ores et déjà certaines opérations du champ des opérations d'initiés<sup>9</sup> et prévoit des régimes dérogatoires qui ne concernent cependant que la manipulation de cours (rachat d'actions, stabilisation d'instruments financiers, pratiques de marché).

**(12) Renforcer les sanctions des opérations d'initiés**

Il convient enfin d'insister sur le fait que toutes ces mesures de prévention n'ont de sens que si les sanctions prises par ailleurs sont dissuasives. En effet, de tous les manquements que l'AMF peut sanctionner, le manquement d'initié réalisé par un dirigeant est l'une des asymétries les plus condamnables. En conséquence, l'AMF souhaite rappeler que les sanctions qui sont prononcées doivent être adaptées à la gravité des comportements relevés. Le principe de proportionnalité de la sanction n'est pas contraire, et ne doit pas exclure, son caractère dissuasif. Rappelons qu'outre la sanction pécuniaire du manquement d'initié qui peut être infligée par l'AMF, et qui ne peut dépasser

<sup>7</sup> Le considérant 30 de la directive Abus de marché précise : « *Étant donné que l'acquisition ou la cession d'instruments financiers suppose nécessairement une décision préalable d'acquiescer ou de céder de la part de la personne qui procède à l'une ou l'autre de ces opérations, le fait d'effectuer cette acquisition ou cette cession ne devrait pas être réputé constituer en soi une utilisation d'une information privilégiée.* »

<sup>8</sup> L'article 2.3 de la directive Abus de marché, transposé par l'article 622-1 du règlement général de l'AMF précise que l'interdiction d'utiliser une information privilégiée ne s'applique pas aux transactions effectuées « *pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant d'être en possession d'une information privilégiée.* »

<sup>9</sup> Considérant 29 : « *Le fait d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à la prise de contrôle de cette société ou d'une proposition de fusion avec cette société ne devrait pas être réputé constituer en soi une opération d'initié.* »

10 millions d'euros ou le décuple des gains réalisés<sup>10</sup>, la loi de régulation bancaire et financière portant ce plafond à 100 millions d'euros, la loi prévoit une sanction pénale pour les personnes physiques et morales qui commettent des délits d'initiés<sup>11</sup>. Cette sanction pénale, comme la sanction pécuniaire, mériterait sans doute d'être renforcée<sup>12</sup>.

**(13) Un guide qui peut utilement inspirer d'autres acteurs du marché**

Certains tiers, dans le cadre de leurs relations professionnelles, peuvent être amenés à avoir accès à des informations privilégiées concernant une ou plusieurs sociétés cotées : cela peut concerner notamment des conseils, banquiers ou avocats, des prestataires de services d'investissement, des consultants, des analystes, des représentants des sociétés de notation... Lorsque ces tiers ne sont pas déjà soumis à des règles déontologiques strictes de toute nature, ils peuvent utilement s'inspirer de certaines mesures proposées dans ce guide. En tout état de cause, l'AMF envisage d'engager des réflexions complémentaires sur ce thème s'agissant des différents acteurs concernés du marché.

**(14) Dresser un bilan de la mise en œuvre du guide**

L'application de ce guide devrait faire l'objet d'une évaluation dans un délai d'environ 3 ans, puis de manière régulière, afin de pouvoir, le cas échéant, y apporter les adaptations et améliorations nécessaires.

**1. Le champ d'application**

Ce guide s'adresse en premier lieu aux sociétés cotées sur Euronext et Alternext ainsi qu'à toutes les personnes visées à l'article L. 621-18-2 a) et b) du code monétaire et financier, c'est-à-dire :

- **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 ;**
- **toute autre personne qui a, d'une part, au sein de la société, 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 cette société (les personnes dites « assimilées à des dirigeants »).**

Lors de la transposition de la directive Abus de marché, il n'avait pas été jugé opportun que l'AMF définisse les personnes « assimilées » à des dirigeants. Les sociétés cotées sont donc tenues d'identifier ces personnes et d'en dresser une liste qui est communiquée aux personnes concernées et à l'AMF<sup>13</sup>. Cette liste n'est pas rendue publique et ne doit pas être confondue avec la liste des personnes initiées (cf. infra 2.1).

Ce guide s'adresse également à toutes les personnes, au sein de l'entreprise, qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées. Il est donc essentiel que les sociétés définissent précisément les personnes concernées, cette population pouvant atteindre un nombre élevé dans les grands groupes.

<sup>10</sup> Article L.621-15-2 du code monétaire et financier.

<sup>11</sup> Article L.465-1 du code monétaire et financier : « Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et 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. »

<sup>12</sup> Peines d'emprisonnement comprises entre 5 et 12 ans dans les pays voisins contre 2 en France.

<sup>13</sup> Article 223-24 du règlement général : « L'émetteur établit, tient à jour et communique simultanément aux personnes concernées et à l'AMF la liste des personnes mentionnées au b de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier. »

## 2. Les mesures préventives

La plupart des grandes sociétés cotées ont pris des mesures ou mis en place des dispositifs visant à prévenir l'utilisation d'une information privilégiée. Ces mesures couvrent différents domaines : la gestion des informations privilégiées et les restrictions d'accès à ces informations ; l'information et la formation des personnes susceptibles de détenir des informations privilégiées ; l'encadrement des transactions de ces personnes et en particulier des dirigeants.

L'objectif n'est pas de dresser un inventaire exhaustif de ces mesures mais, après un rappel de certaines obligations en matière de prévention, de présenter les mesures les plus couramment mises en œuvre et dont l'AMF recommande l'application.

### 2.1 Rappel de certaines obligations applicables aux dirigeants et aux sociétés cotées

La loi prévoit plusieurs mesures, issues de la transposition de la directive Abus de marché, afin de prévenir les manquements d'initiés et d'une manière plus large, les abus de marché. Ces mesures concernent les dirigeants mais aussi les sociétés elles-mêmes ou d'autres intervenants tels les prestataires de services d'investissement (PSI) : il s'agit des déclarations des transactions des dirigeants ; de l'établissement par les sociétés cotées, et les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ces sociétés, de listes d'initiés ; des déclarations des transactions suspectes.

Le principe que des mesures doivent être prises par les acteurs des marchés pour prévenir les abus est exprimé dans les considérants de la directive. Le considérant 24 de la directive précise ainsi que « *les acteurs économiques professionnels devraient contribuer à l'intégrité du marché par différents moyens. Ceux-ci pourraient comprendre, par exemple, l'établissement de 'listes grises', la mise en place de fenêtres de négociation pour des catégories de personnel sensibles, le recours à des codes de conduite internes et la mise en place de 'murailles de Chine'* ». S'agissant plus précisément des dirigeants, le considérant 26 de la directive insiste sur le fait qu'« *une plus grande transparence des opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein des émetteurs et, le cas échéant, des personnes qui leur sont étroitement liées, constitue une mesure de prévention des abus de marché. (...)* ».

Ainsi, en application de la loi, les dirigeants de sociétés dont les actions sont cotées sur Euronext ou Alternext doivent déclarer à l'AMF, qui les rend publics, toute acquisition, cession, souscription ou échange d'actions ainsi que les transactions réalisées sur des instruments liés à ces actions<sup>14</sup>, dès lors que le montant total de ces opérations, calculé sur l'année civile, est supérieur à 5.000 euros. Plus précisément, cette obligation de déclaration vise :

- 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 la société ;
- toute autre personne qui a, d'une part, au sein de la société, 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 cette société (les personnes dites « assimilées à des dirigeants ») ;
- les personnes qui ont des liens personnels étroits<sup>15</sup> avec l'une des deux catégories mentionnées ci-dessus.

<sup>14</sup> Article L.621-18-2 du code monétaire et financier.

<sup>15</sup> 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 :

Toute société dont les titres sont cotés sur Euronext, ou pour lesquels une demande de cotation a été présentée, doit également établir, mettre à jour et tenir à la disposition de l'AMF une liste des personnes travaillant en son sein et ayant accès à des informations privilégiées la concernant, directement ou indirectement, ainsi que des tiers agissant en son nom ou pour son compte ayant accès à ces informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec la société<sup>16</sup>. Ces tiers sont soumis à la même obligation.

Depuis leur entrée en vigueur, ces obligations ont donné lieu à de nombreux commentaires et de multiples publications. Les personnes intéressées peuvent donc utilement se reporter aux guides des associations professionnelles mentionnés en introduction ainsi qu'aux publications faites par l'AMF sur les déclarations des transactions des dirigeants et l'établissement des listes d'initiés :

- Position AMF n° 2006-14 - Questions – réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées ;
- Position AMF n° 2006-11 relative à l'établissement des listes d'initiés par les émetteurs d'instruments financiers.

2.2 Les mesures dont l'AMF recommande la mise en œuvre par les sociétés cotées afin de prévenir les manquements d'initiés

2.2.1 Prendre des mesures appropriées pour protéger les informations privilégiées et limiter le nombre de personnes y ayant accès

- En premier lieu, il est recommandé aux sociétés cotées de mettre en place des mesures adaptées à leur taille et à leur organisation.
- Ces mesures ont notamment pour objectifs :

- o **De limiter l'accès à toute information privilégiée.**

Seules les personnes dont les fonctions ou les responsabilités le justifient, devraient pouvoir avoir accès à des informations privilégiées. Le FSA désigne de telles mesures sous les termes de « need to know policy » (cf. Market Watch, Issue n°27 June 2008, FSA).

Ces mesures s'appliquent aussi bien au quotidien que dans le cadre de la préparation d'opérations financières ou encore lors de périodes sensibles comme avant la publication des comptes : limiter le nombre de participants aux réunions, utiliser systématiquement un nom de code pour les opérations, vérifier régulièrement les droits d'accès informatiques...

En cas d'opération, il convient de distinguer différentes étapes :

- au moment des travaux préparatoires, constituer la plus petite équipe possible, les personnes intervenant dans les travaux étant soumises à des obligations strictes de confidentialité et figurant sur la liste des initiés occasionnels (cf. supra les commentaires sur les listes d'initiés) ;

---

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. »

<sup>16</sup> Article L.621-18-4 du code monétaire et financier.



- au fur et à mesure de l'avancement du projet, identifier les initiés occasionnels supplémentaires et étendre les mesures de prévention aux conseils extérieurs, chacune de ces personnes signant une lettre de confidentialité ;
- enfin, dès que possible, établir un calendrier de la communication publique et informer le marché sur les informations sensibles contenues dans le projet.

S'agissant spécifiquement des *data room*, les sociétés peuvent se reporter à la position - recommandation AMF n° 2003-01 sur la mise en place de procédures de data room par une société cotée

- **De définir les règles de confidentialité liées à la conservation et la transmission des informations privilégiées.** Il convient en outre de vérifier que lorsqu'une information privilégiée est transmise à un tiers, ce dernier a connaissance de ses obligations.
- **De définir les règles de déontologie applicables à toutes les personnes susceptibles de détenir une information privilégiée.**
- Il est recommandé que les mesures mises en place couvrent également les prestataires, sous-traitants et tous les tiers travaillant pour la société, en prévoyant des clauses de confidentialité avec ces tiers.
- Les mesures mises en place par les sociétés sont revues et actualisées périodiquement.

#### 2.2.2 Codifier les obligations

- **Il est recommandé aux sociétés de formaliser dans un document écrit, sous la forme de procédures ou de codes de déontologie, par exemple, les mesures prises et les obligations qui incombent aux personnes, dirigeants ou non, qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées** et de distinguer, s'agissant des dirigeants, les mesures « permanentes » qui peuvent figurer dans le règlement intérieur (ou la charte) du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance, dans un chapitre spécifique traitant de la prévention du délit d'initié, des mesures liées à une opération financière qui prennent la forme d'une procédure de prévention spécifique.
- Il est recommandé que ce document comprenne, outre la description des mesures mises en place par la société, un rappel de la définition de l'information privilégiée<sup>17</sup>, une description des dispositions légales et réglementaires en vigueur ainsi qu'une information sur les sanctions encourues.
- Ces procédures et codes sont mis à jour régulièrement. Leur efficacité et leur application font l'objet d'une évaluation par la société. Il a été constaté, s'agissant des règles de déontologies applicables aux administrateurs, que certaines sociétés les publient dans leur document de référence ou sur leur site Internet.

#### 2.2.3 Informé et former toutes les personnes susceptibles d'être concernées

- **Dans la prévention des manquements d'initiés, il est essentiel de développer au sein de la société et auprès de l'ensemble des salariés une sensibilité, voire une culture sur le sujet. Cet objectif peut être atteint par l'information et la formation de tous les collaborateurs concernés de l'entreprise.**

<sup>17</sup> Article 621-1 du règlement général. Cf. aussi les « notions clés » du guide de l'AFEP sur la prévention des délits d'initié.

- Il convient également de rappeler que dans certains cas, l'information est requise en application de la réglementation. Ainsi lorsqu'une personne est inscrite sur la liste des personnes initiées, elle doit en être informée. Elle doit également être informée des règles applicables à la détention, à la communication et à l'exploitation d'une information privilégiée et des sanctions encourues<sup>18</sup>.

#### 2.2.4 Désigner un déontologue

- En dehors du cas particulier des banques pour lesquelles la désignation d'un déontologue est obligatoire, les sociétés cotées peuvent désigner une personne (« le déontologue ») chargée de donner un avis préalablement à toute transaction sur les titres de la société réalisée par une personne figurant sur la liste d'initiés. Le dispositif peut, en outre, être étendu à tous les salariés de la société.
- **L'avis donné par le déontologue ne peut être que consultatif, la décision d'intervenir ou non sur les titres de la société étant de la seule responsabilité de la personne concernée.**
- Le déontologue peut être le directeur juridique, le secrétaire général, le cas échéant, le directeur financier. Dans tous les cas, il est recommandé de désigner au sein de la société une personne ayant l'autorité et la compétence nécessaire pour rendre un avis. L'AFEP propose dans son guide la création « 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 ». Selon l'ANSA, il pourrait s'agir du président du comité d'éthique, du directeur juridique ou de toute autre personne directement rattachée au président directeur général ou au directeur général en cas de dissociation des fonctions.
- Les sociétés sont libres de déterminer le caractère obligatoire ou facultatif de cette consultation. Certaines sociétés imposent l'obligation de consulter le déontologue, ou le conseil si la personne concernée est un dirigeant mandataire social, avant la réalisation de certaines opérations particulières portant sur des produits dérivés ou des titres de filiales cotées.
- S'agissant du cas du président directeur général ou du directeur général, outre la consultation du déontologue, il est recommandé de prévoir, indépendamment des déclarations des transactions publiées sur le site de l'AMF, une information ex post et le plus tôt possible des membres du conseil d'administration ou de surveillance de la société.

#### 2.2.5 Définir des périodes dites de « fenêtres négatives »

- **Il est rappelé que l'obligation d'abstention s'applique dès que les personnes concernées sont détentrices d'une information privilégiée et notamment lorsque la remontée des éléments comptables permet de cerner suffisamment le résultat en amont des périodes d'abstention ou « fenêtres négatives » définies par les sociétés.**
- La notion de « fenêtre négative » définie dans le règlement général de l'AMF ne s'applique qu'aux opérations de rachat d'actions. L'article 631-6 du règlement général dispose ainsi que la société doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres :
  - o « 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 »
  - ;

<sup>18</sup> Article 223-30 du règlement général : « L'émetteur informe les personnes concernées 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.

Les tiers mentionnés au second alinéa de l'article 223-27 procèdent à la même information à l'égard des personnes inscrites sur la liste qu'ils établissent. »

- « *Pendant la période de quinze<sup>19</sup> 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.* »
- La loi prévoit par ailleurs des périodes d'abstention pour l'attribution de stock-options ou la cession d'actions attribuées gratuitement. S'agissant de ce dernier cas, l'article L.225-197-1 du code de commerce dispose que les actions, à l'issue de la période de conservation, ne peuvent pas être cédées :
  - « *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* » ;
  - « *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.* »
- En pratique, beaucoup de sociétés ont instauré des fenêtres négatives ou des périodes d'abstention pendant lesquelles, il est interdit d'intervenir sur les titres de la société. Parmi les sociétés du SBF 120 ayant défini des fenêtres négatives, la durée moyenne de ces fenêtres est de :
  - 26 jours avant la publication des comptes annuels ;
  - 25 jours avant la publication des comptes semestriels ;
  - 16 jours avant la publication des comptes trimestriels.

On peut également noter, à titre de comparaison, qu'au Royaume Uni, la réglementation définit des fenêtres négatives (*close period*) pour les dirigeants de 60 jours calendaires avant la publication des comptes annuels et, le cas échéant, de 30 jours avant la publication des résultats trimestriels<sup>20</sup>.

- **Il est en conséquence recommandé aux sociétés d'instaurer des fenêtres négatives applicables aux dirigeants et aux personnes assimilées aux dirigeants ainsi qu'à toute personne qui a accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées :**
  - **30 jours calendaires minimum avant la publication des comptes annuels, semestriels et, le cas échéant, des comptes trimestriels complets.**
  - **15 jours calendaires minimum avant la publication de l'information trimestrielle.**

**Les personnes soumises à ces fenêtres ne sont autorisées à intervenir sur les titres de la société que le lendemain de la publication des informations concernées.**

- En cas d'opérations financières susceptibles d'avoir un impact significatif sur le cours de bourse ou de l'existence d'une information privilégiée sur l'activité de la société.

<sup>19</sup> Il s'agit de jours calendaires.

<sup>20</sup> Continuing obligations LR.9 Annex 1 Model Code :

"prohibited period means : (i) any close period; or (ii) any period when there exists any matter which constitutes inside information in relation to the company"

"close period means: (i) the period of 60 days immediately preceding a preliminary announcement of the listed company's annual results or, if shorter, the period from the end of the relevant financial year up to and including the time of announcement; or (ii) the period of 60 days immediately preceding the publication of its annual financial report or if shorter the period from the end of the relevant financial year up to and including the time of such publication; and (iii) if the listed company reports on a half yearly basis the period from the end of the relevant financial period up to and including the time of such publication; and (iv) if the listed company reports on a quarterly basis the period of 30 days immediately preceding the announcement of the quarterly results or, if shorter, the period from the end of the relevant financial period up to and including the time of the announcement;"

### 2.2.6 Définir et publier un calendrier de la communication financière

- Il est recommandé aux sociétés de définir et publier, sur leur site internet, un calendrier de la communication financière précisant, notamment, les dates des différentes publications périodiques, c'est-à-dire :
  - o les comptes annuels ;
  - o les comptes semestriels ;
  - o les informations trimestrielles.

### 2.2.7 Interdiction ou encadrement strict de certaines opérations

- L'AMF constate que certaines sociétés interdisent la réalisation d'opérations considérées comme spéculatives<sup>21</sup>. Il s'agit en particulier d'opérations d'achats ou de ventes à découvert, de prorogation d'ordres sur le service à règlement différé, d'allers-retours sur de courtes périodes, d'interventions sur les titres des filiales cotées ou d'opérations sur des produits dérivés lorsqu'elles ne correspondent pas à des opérations de couverture.
- S'agissant des opérations de couverture, il est rappelé que l'AFEP et le MEDEF dans leur code de gouvernement d'entreprise considèrent que les dirigeants ne doivent pas recourir à des opérations de couverture<sup>22</sup>. L'AMF recommande aux dirigeants de prendre l'engagement formel de ne pas couvrir les actions gratuites ou les stock-options qu'ils reçoivent<sup>23</sup>.

## 3. Les mandats de gestion programmée

### 3.1 Des mandats encadrés qui permettent de bénéficier d'une présomption simple

L'AMF a constaté la mise en place par quelques sociétés françaises de mandats dans le cadre desquels des dirigeants confient à un mandataire la cession d'actions. Dans certains cas, les mandats peuvent également inclure la levée d'options de souscription suivie de la cession des actions sous-jacentes. Cette pratique des mandats de cession (*trading plans*) existe déjà aux Etats-Unis<sup>24</sup> et au Royaume Uni<sup>25</sup>, où ils sont inscrits dans la réglementation boursière.<sup>26</sup>

Les dirigeants sont en effet considérés comme susceptibles d'être détenteurs en permanence d'informations privilégiées et doivent composer avec les multiples périodes d'abstention et s'assurer, avant toute transaction, de ne pas être en situation d'initié. La jurisprudence européenne récente en matière de

<sup>21</sup> Cf. guide de l'AFEP : « Les règles concernant les opérations particulières : opérations spéculatives, de couverture, transactions sur produits dérivés »

<sup>22</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP/MEDEF, décembre 2008.

<sup>23</sup> Cf. Rapport 2010 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, paragraphe 2.2 « Recommandations et pistes de réflexion » : [http://www.amf-france.org/documents/general/9524\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9524_1.pdf).

<sup>24</sup> § 240.10b5-1 *Trading "on the basis of" material non public information in insider trading cases.*

<sup>25</sup> Trading Plan Instrument modifiant le Model Code Financial Services and Markets Act 2000 (« FSMA ») en application des articles LR.9.2 et suivant des Listing Rules.

<sup>26</sup> Aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a introduit dans la réglementation boursière un moyen de défense (*affirmative defense*) permettant de démontrer que les transactions effectuées par un dirigeant n'ont pas été déterminées par la connaissance d'une information privilégiée mais par des engagements contractuels conclus antérieurement, alors que le dirigeant ne se trouvait pas en situation d'initié. Au Royaume-Uni, l'adoption d'un *trading plan* conforme aux exigences réglementaires permet la réalisation d'opérations pour le compte d'un dirigeant pendant une *prohibited period*. Dans le modèle britannique, le *trading plan* est également une convention écrite passée entre le dirigeant et un tiers indépendant qui présente les mêmes caractéristiques que les *trading plan* américains. Le dirigeant informe l'émetteur de l'existence et de la date de conclusion du *trading plan* lors de sa première mise en œuvre ainsi que de chaque transaction effectuée en application de ce plan. L'émetteur rend publiques les notifications ainsi reçues.

sanction d'opérations d'initiés<sup>27</sup> a confirmé le caractère, par principe, objectif du manquement d'initié qui repose sur une présomption simple d'utilisation d'une information privilégiée par le dirigeant. Tout dirigeant en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération, ne tombe donc pas systématiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés, l'utilisation induite de l'information devant être établie à partir d'un examen approfondi des faits et par rapport aux finalités de la directive Abus de marché.

Au vu de ces éléments, lorsque les dirigeants des sociétés cotées mettent en œuvre des mandats tels que définis dans le présent guide, la position de l'AMF est qu'ils bénéficient d'une présomption simple de non-commission d'opérations d'initiés sauf à ce que soit positivement démontrée une violation des règles du mandat, qui pourrait alors ouvrir la voie à des poursuites pour utilisation induite d'informations privilégiées au regard des finalités de la directive Abus de marché.

Compte tenu de la proximité ou des relations étroites qui peuvent exister entre un dirigeant et son mandataire, il convient d'encadrer le mandat *a priori* par des conditions précises et strictes détaillées ci-après. Le mandat ne doit pas être en mesure de pouvoir influencer d'une quelconque manière les décisions d'intervention de la personne exécutant le mandat. Le mandat repose sur les principales règles suivantes :

- la mise en place du mandat dans une période où le dirigeant n'est pas détenteur d'information privilégiée ;
- sans en décrire les caractéristiques, la publicité du mandat au moment de sa mise en place ;
- l'obligation d'abstention de toute intervention du dirigeant dans l'exécution du mandat ;
- l'encadrement des interventions du mandataire par une instruction précise et irrévocable, dont l'exécution ne débute qu'après une période de latence.

### 3.2 Les caractéristiques du mandat

L'AMF recommande aux dirigeants de mettre en place un mandat de gestion dont les caractéristiques sont décrites ci-après, le mandat idéal étant celui qui permet à l'intermédiaire, à tout moment, de démontrer que ses interventions ont été réalisées sur la base d'éléments objectifs. S'agissant néanmoins de l'encadrement des interventions, les dirigeants sont libres de choisir parmi les différentes options proposées.

#### 3.2.1 La nature du mandat

Le service rendu par le mandataire est un service d'investissement. L'AMF considère que ce mandat est un mandat de gestion et recommande de le désigner sous les termes de « mandat de gestion programmée ».

#### 3.2.2 La mise en place du mandat

**Le mandat de gestion programmée est mis en place à l'initiative du dirigeant ou, s'il y a lieu, de la société.**

Lorsque le mandat est mis en place par la société, cette dernière peut le rendre obligatoire pour ses dirigeants ou pour un cercle plus large, notamment les personnes « assimilées aux dirigeants », en prévoyant par exemple dans les modalités d'attribution des stock-options, ou des actions gratuites, que les cessions ne pourront être réalisées que dans le cadre d'un mandat. La société désigne alors le mandataire, personne morale, avec lequel le mandat sera conclu.

**Dans tous les cas, l'AMF recommande que le mandataire choisi ne soit pas celui qui gère le patrimoine personnel et familial du dirigeant.**

<sup>27</sup> Arrêt du 23 décembre 2009 de la CJUE dans l'affaire C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck/CBFA.

Les mandats conclus entre l'établissement financier ou la société de gestion et les dirigeants concernés respectent les conditions suivantes :

- Le mandat est conclu pour une durée fixée par les parties. Il est cependant spécifié dans le mandat que les opérations seront réalisées conformément à une instruction donnée par le dirigeant pour une durée minimum de 12 mois. L'instruction pourra être exécutée dans un délai plus court lorsque les caractéristiques de l'instruction et les conditions de marché le permettent. Par ailleurs, lorsque l'instruction laisse une très faible marge de manœuvre au mandataire (formule ou algorithme), sa durée peut être inférieure à 12 mois avec une durée minimum de 3 mois.
- Le dirigeant notifie par écrit au mandataire le jour de la communication de l'instruction, ainsi qu'à chaque renouvellement de l'instruction, qu'il n'est pas détenteur d'une information privilégiée susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des actions de la société.
- **Le mandat comprend une déclaration d'indépendance du mandataire, personne morale, à l'égard du dirigeant qui indique notamment l'absence de tout lien familial ainsi que l'absence de tous liens d'affaires antérieurs à la conclusion du mandat.**
- L'exécution de l'instruction débute trois mois au moins après sa communication au mandataire. Trois mois avant la fin de l'instruction, lorsque celle-ci est d'une durée d'exécution réelle de 12 mois, le dirigeant peut envoyer une nouvelle instruction au mandataire. Lorsque l'instruction est exécutée dans un délai plus court, le dirigeant peut également envoyer une nouvelle instruction dont la mise en œuvre ne pourra débiter que trois mois plus tard.
- Le dirigeant s'interdit :
  - o d'effectuer des opérations de cessions sur les titres autrement que dans le cadre du mandat<sup>28</sup> lorsque le mandataire est amené à intervenir exclusivement à la vente,
  - o d'effectuer des opérations d'achat sur les titres autrement que dans le cadre du mandat<sup>29</sup> lorsque le mandataire est amené à intervenir exclusivement à l'achat.
- **Le dirigeant a un devoir impératif de non-immixtion dans l'exécution du mandat et s'abstient de tout contact avec le mandataire ; le contrat peut prévoir une clause de révocation en cas de contact entre le dirigeant et le mandataire.**
- L'instruction donnée par le dirigeant est irrévocable sauf cas de force majeure ou dans les cas particuliers suivants : (i) un événement personnel (décès ou invalidité du mandant...) ; (ii) la démission ou la révocation du mandant ; (iii) une faute grave du mandataire ; (iv) un événement de marché (offre publique sur les titres de la société ou mise en œuvre d'une procédure visant à un retrait des titres de la société de la cote, changement de contrôle de la société suite à une fusion ou à un apport partiel d'actif...) ; (v) le départ du dirigeant ou de l'équipe dirigeante.

Compte tenu des exigences strictes et de la nature du mandat, son exécution peut se poursuivre pendant les fenêtres négatives définies par la société. L'AMF a cependant constaté que pour des raisons d'image, certaines sociétés choisissent de suspendre l'exécution du mandat pendant les périodes d'abstention qu'elles ont définies.

<sup>28</sup> Le mandat ne couvre que les opérations de cessions. Les dirigeants peuvent par ailleurs acquérir des titres en procédant à des acquisitions sur le marché, par exemple, ou en souscrivant à une augmentation de capital. Ces opérations ne bénéficient d'aucune présomption et sont soumises au droit commun.

<sup>29</sup> Le mandat ne couvre que les opérations d'achats. Les dirigeants peuvent par ailleurs céder des titres sur le marché. Ces opérations ne bénéficient d'aucune présomption et sont soumises au droit commun.

### 3.2.3 L'objet du mandat

L'objet du mandat doit être défini de manière précise et peut porter sur l'une ou plusieurs des opérations suivantes :

- l'exercice d'options de souscription ou d'achat d'actions ;
- la cession des actions levées pour le compte du dirigeant, acquises ou attribuées antérieurement ;
- la souscription ou l'achat d'actions.

### 3.2.4 L'encadrement des opérations par une instruction

S'agissant de l'instruction définissant les modalités d'intervention du mandataire, plusieurs solutions peuvent être retenues.

L'instruction ne peut cependant porter que sur l'achat ou sur la cession des titres. Autrement dit, dans le cadre d'une même instruction, le mandataire est amené à intervenir exclusivement à l'achat ou exclusivement à la vente, les levées simples étant toujours autorisées.

- La première solution consiste à retenir une formule ou un algorithme qui détermine le nombre, le prix et les dates auxquels le mandataire effectue soit des achats soit des cessions sur les titres de la société ou, plus simplement, à définir des achats ou des cessions préprogrammées. Une variante consiste, pour le mandataire, à céder dans les périodes définies par l'instruction un nombre d'actions fixé par le dirigeant en utilisant la technique dite au « VWAP » (value weighted average price), permettant d'obtenir un prix de cession autour du coût moyen pondéré par les volumes qui se traiteront dans le carnet d'ordre central du titre sur une période déterminée.
- La deuxième solution consiste à définir le nombre et la répartition, par période de trois mois, des opérations à réaliser sur la durée de l'instruction ainsi qu'un ou plusieurs prix de réserve. Au cours de chaque période, le mandataire procède soit aux achats soit aux cessions de titres aux dates et pour les volumes qu'il juge appropriés, dans le cadre des limites de l'instruction du mandat.

Dans tous les cas, le mandataire doit pouvoir justifier du respect des instructions données, de la formule ou de l'algorithme : il doit donc s'assurer de la traçabilité de ses interventions.

### 3.2.5 La publicité des opérations réalisées dans le cadre du mandat

Lors de la signature du mandat, le dirigeant ou la société rend public la mise en place du mandat (l'objet du mandat, le sens de l'instruction donnée au mandataire (achat ou cession des titres) au moment de sa conclusion et à chaque renouvellement et, lorsque le dispositif est mis en place par la société et concerne plusieurs personnes, la liste des dirigeants concernés). Cette information est mise en ligne sur le site de la société. Une copie du mandat et de l'instruction est déposée auprès de l'AMF<sup>30</sup>.

Toutes les transactions réalisées par le mandataire pour le compte des dirigeants dans le cadre du mandat sont soumises à l'obligation de déclaration conformément à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier<sup>31</sup>. Ainsi, dans les cinq jours suivant sa réalisation, chaque opération est déclarée à l'AMF et publiée sur son site Internet dans un format spécifique. Le mandataire peut se charger d'effectuer cette déclaration au nom du dirigeant. La déclaration précise clairement que la transaction est effectuée dans le cadre du mandat.

\* \* \*

#### **Bibliographie :**

- The Model Code (UK Listing rules LR 9 Annex 1).
- « Prévention des délits d'initiés », AFEP (juillet 2008).
- « Guide à l'intention des sociétés cotées pour l'établissement des listes d'initiés et l'information des personnes concernées », ANSA.
- « Thematic review of controls over inside information relating to public takeovers », Market Watch FSA, numéro 27, juin 2008.

---

<sup>30</sup> La copie du mandat peut-être déposée par voie électronique à l'adresse [listesmandatsdirigeants@amf-france.org](mailto:listesmandatsdirigeants@amf-france.org) en précisant dans le titre du courrier électronique « mise en place d'un mandat de gestion programmée » ou par courrier postal à : Autorité des Marchés Financiers, Direction des Emetteurs, 17 Place de la Bourse 75082, Paris Cedex 2.

<sup>31</sup> Cette déclaration ne concerne que les dirigeants soumis à cette obligation au titre de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier.



## Annexe

**Dans le cadre de ses travaux, la mission dirigée par Bernard Esambert a auditionné les personnes, sociétés et associations suivantes :**

### Associations professionnelles

Association française des entreprises privées (AFEP)  
Association nationale des sociétés par actions (ANSA)  
Mouvement des entreprises de France (MEDEF)  
MIDDLENEXT

### Cabinets d'avocats

M. Cohen-Tanugi – Avocat à la Cour  
Cabinet d'avocats Bredin Prat - M. Assant  
Cabinet d'avocats Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP - M. Chabert  
Cabinet d'avocats Cotty Vivant Marchisio & Lauzeral - M. Conchon  
Cabinet d'avocats Simmons & Simmons - M. Gontard  
Cabinet d'avocats Allen & Overy - Mme Maison-Blanche et M. de Martigny  
Cabinet d'avocats Viguié Schmidt Peltier Juvigny - M. Peltier  
Cabinet d'avocats Herbert Smith - M. Segain  
Cabinet d'avocats Gide Loyrette Nouel - M. de Tocqueville

### Sociétés cotées

ABC Arbitrage  
Alstom  
AXA  
GDF Suez  
France Telecom  
Société Générale  
Thalès  
Véolia Environnement

### Établissements financiers

JP Morgan France  
Lazard Frères Gestion  
Rothschild & Cie Gestion  
Neuflize OBC Investissements  
Neuflize Private Assets  
SG29 Haussmann

### Représentants d'actionnaires

Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM)  
Proxinvest

### Universitaire

M. Pietrancosta, Agrégé des facultés de droit - Consultant du cabinet d'avocat Freshfields Bruckhaus Deringer

### **Ont également assisté aux auditions :**

B. de Juvigny, Secrétaire général adjoint, Direction des Emetteurs, AMF  
LQ. Tran Van, Adjoint, Direction des Emetteurs, AMF  
D. Charrier-Blestel, Direction des Emetteurs, AMF  
A. Colas, Direction de la Régulation et des Affaires internationales, AMF

**Les commissions consultatives « opérations et informations financières des émetteurs » et « épargnants » de l'AMF ont également été consultées.**