

# L'obligation de tenir une liste d'initiés

**FRÉDÉRIC PELTIER**

Avocat Associé  
Clifford Chance\*



*L'obligation de tenir des listes d'initiés fait de la société cotée l'un des acteurs essentiels de la prévention des infractions boursières. Mais l'élaboration de telles listes ne va pas sans poser de nombreuses questions pratiques, ainsi que des interrogations au regard de leur utilisation à l'encontre des personnes visées par des poursuites. Les contours de cette nouvelle obligation et ses conséquences juridiques demanderont du temps pour être précisément appréhendés.*

La directive Abus de marché apporte dans son préambule une précision quant à l'objectif poursuivi par l'obligation d'établir des listes d'initiés, il s'agit de : "fournir aux autorités compétentes un instrument précieux de contrôle de l'application de la législation relative aux abus de marché".

Précieux, ce dispositif va en effet permettre à l'AMF d'avoir à disposition une identification précise des personnes qui sont directement ou indirectement, en permanence ou temporairement considérées comme initiées par les émetteurs eux-mêmes, à savoir les sociétés cotées. Une bonne partie du travail d'enquête en cas de soupçons de manquement d'initié sera ainsi facilitée. Les listes d'initiés (permanents ou occasionnels) permettront aussi, en fonction de leur évolution, des personnes y figurant et des motifs invoqués pour une telle présence, de mieux définir les contours de "l'initiation" vis-à-vis d'un émetteur, en fournissant des précisions sur les événements ou circonstances choisis par lesdits émetteurs pour qualifier la possession d'une information privilégiée les concernant par des tiers.

La transposition de la directive Abus de marché par la loi du 20 juillet 2006 a conduit à l'ajout d'un article L. 621-18-4 du Code monétaire et financier qui prévoit que : "Tout émetteur 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, établit, met à jour et tient à la disposition de l'AMF, dans les conditions prévues par le règlement général de cette dernière, une liste des personnes travaillant en son sein et ayant accès aux informations privilégiées concernant directement ou indirectement cet émetteur ainsi que des tiers ayant accès à ces informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec ce dernier. Dans les mêmes conditions, ces tiers établissent, mettent à

jour et tiennent à la disposition de l'AMF une liste de personnes travaillant en leur sein et ayant accès aux informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur, ainsi que les tiers ayant accès aux mêmes informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec eux".

Ce texte de loi impose donc, vis-à-vis d'un même émetteur, non pas une simple obligation d'établissement d'une liste d'initiés, mais une obligation multiple, faisant "tache d'huile", pour les émetteurs (sociétés cotées), les prestataires de services d'investissement, les avocats, les auditeurs et autres experts travaillant pour lesdits émetteurs, voire d'autres personnes en relation d'affaires avec les sociétés cotées en Bourse.

La loi renvoie au règlement général de l'AMF (RG AMF) pour définir les modalités de mise en œuvre de cette nouvelle obligation. C'est l'objet des articles 222-16 à 222-20 du RG AMF qui permettent de distinguer six grands principes pour la mise en œuvre de cette obligation de tenue des listes d'initiés :

- obligation de communiquer à l'AMF, à première demande de celle-ci, la liste établie par les émetteurs ou par les tiers.
- distinction, sans toutefois apporter plus de précisions que la loi elle-même, entre les personnes chez l'émetteur et les tiers ayant accès à une information privilégiée de manière régulière (initiés dits permanents) ou plus ponctuellement (initiés occasionnels). Les initiés permanents sont ceux qui occupent les postes sensibles de direction ou qui ont accès de manière continue à l'information financière de l'émetteur et la marche de ses affaires. Les initiés occasionnels sont les personnes intervenant, notamment lors de l'élaboration d'opérations financières, mais il est clair que les occasions d'entrer dans le champ de la définition de la qualité d'initié occasionnel ne se limitent pas à

\* L'auteur remercie Henri Giraud pour sa précieuse collaboration.

cet exemple. Il y a de ce point de vue une grande marge d'appréciation qui constitue à l'évidence une source d'insécurité juridique.

- la liste établie par l'émetteur doit contenir le nom de la personne initiée en son sein (ses préposés) et la dénomination des tiers initiés. Ayant bien conscience de la difficulté de mise en œuvre de cette disposition, l'AMF a précisé, aux termes d'une "position" (cf. *infra*), que pour les tiers il s'agissait de mentionner leur dénomination sociale, à charge pour ces derniers d'établir leur propre liste précisant l'identité des personnes ayant accès à l'information privilégiée concernant l'émetteur dans le cadre de la relation professionnelle avec ce dernier. C'est donc à l'émetteur qu'il revient de désigner les tiers qui doivent établir une liste d'initiés le concernant, et non à un tiers d'en prendre l'initiative.

- la liste doit préciser également le motif de l'inscription de la personne qui y figure, la date de création et d'actualisation, ce qui est complété par une obligation de mise à jour régulière, et sans délai, l'objectif étant de rendre compte de l'évolution quantitative et qualitative de l'initiation des personnes concernées.

- les personnes figurant dans cette liste doivent être informées et l'émetteur ou le tiers qui tient une liste, doit faire un "rappel à la loi", c'est-à-dire rappeler les règles applicables aux informations privilégiées et à leur utilisation pour chaque personne figurant sur la liste.

- obligation de conservation de cette liste par son auteur pendant 5 ans à compter sa dernière mise à jour.

C'est un régime rigoureux qui a été mis en place par cette directive européenne dans la tradition anglo-saxonne d'un droit qui affectionne particulièrement la préconstitution de preuves.

Face à l'incertitude de la directive, le peu de précisions apportées par le RG de l'AMF qui n'a fait que reprendre les termes de la directive, l'AMF a cherché à dissiper les premières incertitudes et critiques qui sont apparues lors de la publication du RG modifié. Elle a publié, le 18 janvier 2006, une position qui explique ce que doivent faire les émetteurs et les tiers.

Au niveau de la distinction entre initiés permanent et occasionnel, l'AMF a été obligée de répondre aux inquiétudes des commissaires aux comptes, et a précisé qu'elle les considérait comme des initiés permanents, ainsi qu'au demeurant les conseils habituels de l'émetteur.

Il demeure néanmoins un grand flou sur cette notion de permanent et d'occasionnel par rapport aux conseils et aux banques, et force est de constater que la norme réglementaire faillit à définir les deux catégories. Dans ce contexte la prudence devra être de rigueur.

L'AMF a voulu mettre en avant le fait qu'on pouvait distinguer deux listes, l'une regroupant les initiés permanents et l'autre les initiés occasionnels. Ce dernier type de liste pouvant être réalisé au cas par cas lors d'opérations financières particulières.

L'AMF a également précisé qu'à l'intérieur de la catégorie des tiers, le déclarant (qu'il soit émetteur ou tiers) n'avait pas à préciser quelle était l'identité précise de la personne initiée. Il revient au tiers de le faire, en établissant sa propre liste, dès qu'il est désigné initié par un émetteur ou un tiers agissant pour un émetteur. Il y a

donc une responsabilité dans l'établissement des listes d'initiés qui dépasse largement la population des émetteurs *stricto sensu*, et cette responsabilité semble se diffuser un peu comme se diffuse la solidarité des endosseurs d'un effet de commerce, entre les personnes agissant directement ou indirectement pour un émetteur coté en Bourse.

Pour des raisons étranges, l'AMF précise que dans le cas des cabinets d'avocats, que les initiés ne sont pas seulement les avocats, mais aussi les traducteurs et les documentalistes ayant accès au dossier. Il nous semble qu'une telle précision doit être valable pour tout type de professionnels du conseil aux sociétés cotées.

Les agences de notation pourraient également être mentionnées sur une liste d'initiés dans la mesure où elles auraient accès à des informations privilégiées, sans autre précision particulière de l'AMF.

Enfin, l'AMF s'est interrogée sur le cas des journalistes et analystes. Ils sont *a priori* exclus de cette obligation car ils n'ont en principe pas accès à des informations privilégiées concernant les émetteurs.

Ceci exposé, je souhaite vous livrer quelques réflexions sur la question du fait générateur obligeant à l'inscription sur les listes d'initiés.

- Nous sommes en matière d'initié dans un univers extrêmement incertain, car la définition retenue par la loi énonce que la personne qui détient une information concernant directement ou indirectement l'émetteur doit être inscrite sur la liste, comme s'il s'agissait d'une obligation de résultat. Or comment ne pas souligner qu'il existe un pouvoir d'appréciation de celui qui doit établir une telle liste. Il y aura sans doute matière à beaucoup de discussions et de polémiques sur les termes "*concernant indirectement un émetteur*" pour définir *a posteriori* si telle ou telle personne pouvait être présumée être en position de détenir une information d'initié. Ne demande-t-on pas finalement aux émetteurs de se substituer à l'AMF ou au juge pour qualifier non seulement la nature d'une information privilégiée, mais également les moyens de se la procurer ?

- Une autre difficulté réside dans la notion d'initié occasionnel, notamment en raison de la préparation d'opérations financières, comme l'a précisé l'AMF. A bien y réfléchir n'importe quel prestataire d'une société cotée en Bourse peut se trouver en possession d'une information sensible susceptible d'avoir un impact sensible sur son cours de Bourse. Par exemple celui qui réalise le contrôle d'amiante se révélant positif dans une unité de production. Dans la pratique, en outre, pour les grandes sociétés cotées, des informations qui peuvent s'avérer très sensibles au regard du cours de Bourse peuvent être délivrées à des tiers, sans que la société cotée elle-même en soit informée. Jusqu'où descendre dans les organigrammes des groupes pour établir de telles listes ?

- C'est le même type de difficultés que vont rencontrer les tiers pour délimiter la population de personnes initiées vis-à-vis d'un émetteur pour qui ils interviennent, notamment en tant que conseils. Les équipes sont souvent à géométrie variable, parfois localisées dans plusieurs pays comme par exemple dans un cabinet d'avocats international comme le mien. On mesure tout l'effort de rigueur et les procédures à mettre en œuvre pour aboutir à un res-

pect scrupuleux de cette obligation de tenir des listes d'initiés chez des prestataires de service aux émetteurs cotés comme par exemple des banques.

On pourrait encore multiplier les interrogations sur cette nouvelle norme qui pèse tant sur les émetteurs que sur ses partenaires. Une observation générale peut résumer le sentiment partagé aujourd'hui par une majorité d'acteurs (y compris je crois l'AMF) : cette contrainte est extrêmement lourde à mettre en œuvre et s'insère dans un dispositif de compliance toujours plus élaboré et donc de plus en plus coûteux. L'équité et la sécurité sur les marchés financiers justifient-elles un tel coût et pour quelle efficacité réelle ? Il est permis de se poser une telle question. Les mailles du filet sont-elles aussi larges qu'elles permettent une multiplication de manquements impunis ?

Dans les banques, depuis de nombreuses années, les obligations de compliance se sont multipliées et jusqu'à présent, priorité avait été donnée aux recommandations et règles déontologiques. Ici l'obligation est fixée par la loi et son non-respect susceptible de sanctions lourdes.

La sanction du non-respect de cette obligation est au demeurant quelque chose qui a beaucoup intrigué les députés, à tel point que l'un d'entre eux a voulu mettre en place une sanction spécifique. Ce projet n'a pas été suivi au motif que le dispositif de sanction du RG AMF serait révisé par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, notamment à cet effet. Ainsi, l'article 621-15 du Code monétaire

et financier dispose d'un alinéa selon lequel peut être sanctionné par l'AMF tout manquement mentionné au 1er alinéa de l'article L. 621-14-I. Or l'article L. 621-14-I définit le pouvoir d'injonction de l'AMF, lequel peut être utilisé pour qu'il soit mis fin à un manquement au RG AMF visant à protéger les investisseurs et le marché contre les opérations d'initié, ce qui vise notamment le fait de ne pas établir des listes d'initiés. La disposition est donc sans ambiguïté impérative et son manquement susceptible d'être réprimé par une sanction pécuniaire.

Permettez-moi de terminer mon propos sur la question d'un éventuel renversement de la charge de la preuve dans le cadre de l'incrimination de délit d'initié pour les personnes figurant sur une liste d'initiés : *"Si vous êtes sur la liste d'initiés et que vous avez passé un ordre, vous êtes initié par définition..."*

La démonstration peut paraître simpliste. Au plan pénal, cela ne devrait pas bouleverser le principe de la présomption d'innocence, mais pour les manquements boursiers, il est vrai que l'AMF a montré une certaine appétence pour les systèmes d'inversion de la présomption d'innocence et du renversement de la charge de la preuve. Il faut, dès lors, être vigilant, même si pour renverser la charge de la preuve il conviendrait que le texte le prévoie expressément. Le meilleur conseil pour la personne figurant sur une liste d'initiés sera donc l'abstinence boursière totale. ■