Manquements d'initiés : de la preuve de la détention à la tenue de la liste

Auteur(s)



Thibault de Ravel d'Esclapon
Professeur à l'Université de Strasbourg, Co-directeur, Master 2 Droit bancaire et financier

Dans cet important arrêt rendu sur recours à l'encontre d'une décision de la Commission des sanctions de l'AMF, la cour d'appel de Paris précise plusieurs éléments intéressant le régime des abus de marché. Au-delà de la caractérisation de l'information privilégiée, la cour estime que l'article 8§5 du règlement MAR permet d'atteindre le dirigeant sans texte national d'imputation, refusant ainsi la demande de renvoi préjudiciel. La cour confirme que le proche qui suit le conseil d'un initié, en connaissant sa position, est lui-même initié. Enfin, la décision rappelle que la tenue d'une liste d'initiés de l'article 18 est obligation essentielle, dont le non-respect est sanctionné.

1. Le 26 février 2026[1], la cour d'appel de Paris a rendu un arrêt long de plusieurs dizaines de pages, statuant sur les recours formés à l'encontre d'une décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF) dont la publication, en janvier 2023, avait suscité de nombreux commentaires[2]. La décision ne s'écarte guère de la plupart des enseignements de la Commission des sanctions, délivrés dans le domaine des abus de marché ; il n'en reste pas moins que ses motifs, particulièrement étoffés, constituent un éclairage neuf et pédagogique sur les principales questions dont avait eu à connaître la première décision. Les faits sont aujourd'hui suffisamment connus pour ne pas être exposés dans le détail, notamment parce qu'ils sont rappelés avec minutie et exhaustivité tant dans la décision de la Commission que dans l'arrêt d'appel. En l'espèce, la société Terreïs, une foncière cotée présidée par son fondateur et détenue à 54 % par la société Ovalto, est l'objet, à partir de septembre 2018, de discussions entre cette dernière et Swiss Life Reim, qui souhaite acquérir le bloc majoritaire avant de déposer une offre publique d'achat simplifiée sur les titres restants. Ovalto accepte les termes d'une lettre d'intention le 18 octobre 2018. Les négociations achoppent toutefois sur le prix et cessent le 21 décembre 2018. Un second projet lui succède, portant cette fois directement sur les immeubles. Un protocole est signé le 12 février 2019 emportant cession d'une grande partie du patrimoine, avec dividende exceptionnel et offre de rachat valorisant l'action à 60 euros, contre un cours de 38,50 euros. En un mot, l'affaire se révèle, pour les actionnaires, particulièrement fructueuse.

2. Pendant cette période, plusieurs personnes sont opportunément intervenues sur le titre. Ces dernières, sans nécessairement exercer de fonctions chez l'émetteur, appartiennent cependant à son entourage d'affaires ou familial. Ainsi en va-t-il du gérant d'une holding associée d'Ovalto dans une activité viticole, du frère du président, via sa holding familiale, du directeur travaux d'un prestataire de Terreïs, notamment par une tentative la veille d'un communiqué, ainsi que de son frère et sa compagne, qu'il avait pressés d'acheter. Enfin, l'ancien directeur financier du groupe auquel appartenait ce prestataire place dans le titre une grande partie de son indemnité de licenciement, provoquant ainsi la suspension de la cotation. Ces différentes acquisitions ont conduit le secrétaire général de l'AMF à ouvrir, le 3 avril 2019, une enquête sur le marché du titre Terreïs à compter du 1er janvier 2018, étendue le 22 mai suivant à l'information financière de la société. Le 11 mars 2021, la direction des enquêtes et des contrôles a adressé des lettres circonstanciées à trois sociétés, Terreïs, et les deux holdings, THD et Option 7, ainsi qu'à huit personnes physiques[3]. Des notifications de griefs ont suivi. Principalement, elles retenaient l'existence de deux informations privilégiées successives, l'une, dite « *information Titres* », relative au projet d'acquisition par Swiss Life du bloc détenu par Ovalto, à compter du 18 octobre 2018, l'autre, dite « *information Actifs* », relative à la cession de la majeure partie du patrimoine de Terreïs, à compter du 25 janvier 2019. Ces deux informations, qui organisent les développements de la cour d'appel, correspondaient aux deux projets successifs. Sur ce fondement, il était reproché aux deux holdings et à leurs dirigeants, ainsi qu'à quatre autres personnes physiques, d'avoir utilisé l'une ou l'autre de ces informations pour acquérir ou tenter d'acquérir des titres Terreïs, en violation des articles 8 et 14 du règlement MAR. Le directeur travaux du prestataire se voyait en outre reprocher d'avoir divulgué l'information Titres à son frère et à sa compagne ou, « *à tout le moins* », d'avoir incité le premier et recommandé à la seconde d'acquérir des titres, le frère et la compagne étant poursuivis, de leur côté, pour avoir exploité soit l'information elle-même, soit l'incitation et la recommandation dont ils avaient été destinataires. Quant à Terreïs, la poursuite lui reprochait

1 CA, Paris, 26 févr. 2026, RG no 23/05561 ; Dalloz Actualité, 2 avr. 2026, obs. N. Ida ; BJB, juill. 2026, no BJB202r3, note M. Teller.

2 AMF, 30 janv. 2023, SAN-2023-02, Rev. sociétés, 2023. 458, obs. J. Prorok ; BJB mai 2023, n° BJB201f5, note D. Bompoint ; Dr. sociétés, mai 2023. Comm. 61, note J. Granotier ; RTDF, n° 2/2023, obs. M. Françon ; v. égal. L. Boisseau, Affaire Terreïs : l'AMF prononce plus de 3 millions d'euros de sanctions pour délit d'initiés, Les Échos, 2 févr. 2023.

3 Comme le souligne Laurence Boisseau, à propos de l'AMF, « *Il est rare que cette instance ait à juger 11 personnes physiques et morales en même temps* » : v. art. préc.

diverses carences dans la manière dont elle avait établi et actualisé sa liste d'initiés, en méconnaissance de l'article 18 du règlement MAR.

3. La Commission des sanctions, par sa décision du 30 janvier 2023, a retenu l'ensemble des griefs. Elle a considéré que chacune des deux informations présentait les caractères d'une information privilégiée, la première jusqu'au 21 décembre 2018 à 20 h 09, la seconde jusqu'au communiqué du 12 février 2019, et que leur détention comme leur utilisation par les mis en cause résultaient, à défaut de preuve directe, d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants. Elle a en revanche écarté la détention de l'information Titres par le frère et par la compagne du directeur travaux, pour ne retenir à leur encontre que l'utilisation de l'incitation et de la recommandation reçues, ce qui constituait une solution inédite, loin d'être passée inaperçue. Elle a prononcé des sanctions pécuniaires pour une somme totale de 2,81 millions d'euros au titre des manquements d'initié, auxquels s'ajoute la somme de 350 000 euros infligés à Terreïs pour cinq carences dans la tenue de sa liste d'initiés.

4. Plusieurs recours ont été formés contre la décision de l'AMF, devant la cour d'appel de Paris. Était notamment sollicité le renvoi à la Cour de justice d'une question préjudicielle portant sur l'article 8§5, du règlement MAR. Dans son arrêt, la cour d'appel de Paris dit n'y avoir lieu à renvoi préjudiciel et rejette ces recours[4]. L'arrêt est frappé de pourvoi[5] et l'intervention de la Cour de cassation est attendue. Il n'en demeure pas moins que la décision d'appel livre, dès à présent, de nombreux enseignements. L'on envisagera tout d'abord la question de la détention de l'information privilégiée (**I**), puis celle de son imputation au dirigeant de la personne morale (**II**), avant d'en venir à la propagation aux proches de l'initié (**III**) et aux obligations de l'émetteur en matière de liste d'initiés (**IV**), ce qui constitue, pour ces derniers points et selon l'expression d'un auteur, « *une double première* »[6].

I - La caractérisation de la détention de l'information privilégiée

5. L'arrêt rappelle les quatre conditions cumulatives de l'article 7 du règlement MAR (§37 à 41), ainsi que l'équivalence de ce texte avec l'ancien article 621-1 du règlement général de l'AMF, ce qui rend la jurisprudence antérieure applicable (§ 49)[7]. Ces quatre conditions sont connues[8]. En premier lieu, l'information doit être précise. En deuxième lieu, elle ne doit pas être publique. En troisième lieu, elle doit concerner directement ou indirectement un émetteur ou un instrument financier. En dernier lieu, sa divulgation serait susceptible d'influencer, de façon sensible, le cours. Cela étant, l'arrêt d'appel ne s'attarde véritablement que sur la seule condition de la précision. Ce caractère était, du reste, celui qui était longuement discuté dans l'affaire. Selon la cour d'appel de Paris, répond à cette condition « *une information portant sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir* » (§52), peu important que sa réalisation soit certaine ou que le prix et le nombre de titres aient été fixés. En effet, « *l'existence d'aléas quant à la survenance d'un événement ou quant à la réalisation effective d'un projet, n'exclut pas la possibilité de retenir que l'information y afférente présente un caractère suffisamment précis* » (§53)[9]. Les requérants entendaient tirer argument des conditions suspensives, en particulier du rescrit fiscal. Pour la cour d'appel, les conditions suspensives n'étaient que « *de simples aléas inhérents à ce type d'opération* » (§62), et l'information était précise dès l'acceptation de la lettre d'intention, le 18 octobre 2018 (§63). Cette solution est heureuse, dans la mesure où certaines opérations sont complexes[10], recelant de nombreux aléas et incertitudes qui ne sauraient altérer la précision d'une information.

6. Les revers apparents d'une négociation, fussent-ils reconnus par l'acquéreur lui-même, ne font pas perdre à l'information son caractère privilégié tant que les parties cherchent encore à conclure. La cour reprend ainsi la chronologie, pas à pas, pour démontrer la persistance du caractère précis de l'information. Par exemple, la proposition, en baisse du président de Swiss Life n'est pas un refus mais « *une étape à la poursuite des négociations* » (§65). De même, le message du 4 décembre 2018, « *le deal is dead definitely* », est contredit par ce qui l'a suivi, c'est-à-dire la recherche d'un co-investisseur, les réunions, et un courrier annonçant une offre révisée (§67 et 68). Pour la cour, l'acquisition du bloc majoritaire « *constituait toujours la finalité de l'opération, peu important que l'identité de l'acquéreur ait été modifiée* » (§69), de sorte que l'information n'a finalement perdu sa précision qu'au refus de Natixis Assurances, le 21 décembre 2018 à 20 h 09 (§71). Enfin, s'agissant des autres conditions de qualification d'une information privilégiée, celles-ci sont rapidement envisagées ; elles n'étaient pas contestées (§73 à 78). Pour ce qui concerne la sensibilité, celle-ci est acquise par nature s'agissant d'une cession de contrôle « *susceptible d'engendrer une offre publique* » (§77)[11]. En effet, « *les offres publiques et autres cessions de blocs, qui d'ailleurs vont souvent de pair, comptent parmi les événements les plus susceptibles d'influencer le*

4 La cour d'appel ne réforme la décision que sur deux points, la sanction de Terreïs est ramenée à 200 000 euros, et l'anonymisation de la publication à l'égard de l'un des requérants.

5 M. Teller, note préc.

6 N. Ida, obs. préc.

7 CJUE, 28 juin 2012, Geltl, aff. C-19/11, pts 44 à 49, RD Bancaire et fin., 2012, comm. 174, note Th. Bonneau ; BJB, 2012, p. 398, §187, note S. Torck ; CJUE, 11 mars 2015, Lafonta, aff. C-628/13, pt 31 ; CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20, pt 38, tous trois cités par l'arrêt (§50 et 51).

8 La question de la qualification de l'*« information Actifs »* n'a pas, à ce stade, suscité de difficultés.

9 Com. 13 nov. 2013, n° 12-21.572 ; Com. 3 mai 2016, n° 15-10.044, RD bancaire et fin., 2016, comm. 182, note P. Pailler ; Com. 1er mars 2017, n° 14-26.225, 14-26.892 et 15-12.362, Rev. sociétés 2017, p. 365, note E. Dezeuze ; Dr. sociétés, mai 2017, comm. 83, obs. R. Vabres. Com. 10 juill. 2018, n° 15-15.557, tous cités au §53 ; sur cette question, v. D. Martin, E. Dezeuze, Fl. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon et G. Rivière, Les abus de marché, LexisNexis, coll. *« Droit & Professionnels »,* LexisNexis, 2e éd., 2021, no 76 et s., p. 101 et s.

10 En effet, comme le souligne un auteur, *« parce que le processus d'offre publique est relativement long et complexe et parce qu'il comporte nombre d'étapes intermédiaires, il est difficile de déterminer à partir de quel moment il est possible de considérer que l'information est suffisamment précise (...) »* : R. Vabres ; Dr. sociétés, mai 2017, comm. 83.

11 V. N. Ida, obs. préc., qui rapproche la solution de la *« présomption de sensibilité »* retenue par la Commission des sanctions en matière d'offre publique (AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN-2020-11, § 54).

cours d'un titre »[12].

7. Il faut souligner qu'aucun des mis en cause n'étant un initié primaire au sens de l'article 8§4, il incombait à l'AMF de prouver que chacun détenait l'information et en avait fait usage en sachant, ou en devant savoir, qu'elle était privilégiée (§89, 169). Sur ce plan, la preuve est libre. À défaut de « *preuves directes, difficiles, voire impossibles, à réunir* », un faisceau d'indices peut suffire s'il en ressort « *de manière non équivoque* » que seule la détention explique les opérations (§91), sans que les circonstances de la transmission aient à être établies (§225, 246). La démarche est classique et l'arrêt n'ajoute rien sur ce plan, sinon qu'il en fait une application particulièrement fouillée, indice par indice et personne par personne, en rappelant que chaque situation s'apprécie au cas par cas, sans que les mis en cause puissent tirer argument d'un traitement différent réservé à d'autres dans la même affaire (§104) ou dans d'autres affaires (§125)[13].

8. L'arrêt précise ensuite la portée des quatre indices envisagés par la Commission des sanctions, dans sa décision, et habituellement retenus pour établir la détention de l'information privilégiée : le caractère atypique des opérations, le moment opportun, le circuit plausible de transmission et les explications peu convaincantes avancées par les mis en cause (§93). Le premier consiste à comparer l'opération litigieuse aux habitudes de celui qui l'a réalisée. La cour retient qu'il est caractérisé par la seule nature de l'opération, sans qu'il soit besoin d'en examiner le montant, lorsque le mis en cause n'avait jamais acheté d'actions cotées auparavant, et peu importe d'ailleurs qu'il en ait acheté ensuite (§315). Les habitudes invoquées en défense sont examinées de près dans la décision. Par exemple, un achat de titres Terreïs remontant à 2011 est trop ancien pour en constituer une (§180), et l'opération de 2016 par laquelle le frère du président avait transféré ses propres titres à une société de son groupe n'était pas représentative des habitudes d'investissement (§179). Le deuxième indice est celui du moment. Il ne se confond pas avec le fait que l'ordre ait été passé pendant la période où l'information était privilégiée, lequel est un élément constitutif du manquement et ne saurait donc servir aussi d'indice. Ce qui est suspect, c'est la coïncidence entre l'ordre et une étape du projet. Ainsi, le gérant de la holding disposait de l'analyse du titre depuis le 12 octobre et d'un million d'euros depuis le 22 octobre 2018, et il a attendu un mois pour investir, précisément après que l'acquéreur eut confirmé, le 20 novembre, sa volonté de poursuivre (§98 et 99). Ce moment s'apprécie au jour de l'ordre et non d'après son résultat, de sorte que des ordres passés la veille du communiqué caractérisent l'indice quand bien même ils n'auraient pas été exécutés, la cotation ayant été suspendue (§262 et 263). Le troisième indice répond à une question simple, par quel chemin l'information a-t-elle pu parvenir jusqu'au mis en cause ? Ainsi, il n'est pas demandé à l'AMF de prouver la transmission, mais seulement de la rendre plausible. Des relations professionnelles régulières suffisent, sans qu'un rendez-vous précis soit identifié, comme la participation mensuelle à un comité aux côtés de trois personnes initiées (§113 à 115) ou les contacts d'un prestataire avec les dirigeants de son client (§245)[14]. Des relations fraternelles sont également susceptibles d'être retenues, sans preuve d'un échange portant sur le titre (§197), et même une loge partagée lors d'un concert pendant la période, sans qu'il faille que l'achat suive dès le lendemain (§199). Le fait que les transmetteurs présumés n'aient pas été poursuivis n'y change rien, étant donné que l'opportunité des poursuites appartient au collège de l'AMF (§201). La méthode a toutefois ses limites. La Commission avait vu, dans les achats effectués par la compagne du directeur travaux, par son frère et par les parents de sa compagne, un circuit familial par lequel l'information aurait pu lui parvenir. La cour l'écarte cependant, en observant que la Commission elle-même avait jugé que ces proches ne détenaient pas l'information, de sorte qu'ils ne pouvaient la lui avoir transmise (§242). Elle ne retient donc que le circuit professionnel (§243 à 245).

9. Le quatrième indice se comprend par rapport aux trois autres. Une fois l'opération jugée atypique, passée à un moment opportun et à portée d'un circuit de transmission, la qualité de l'explication du mis en cause achève, ou non, de convaincre. L'arrêt en donne plusieurs illustrations pédagogiques. Le gérant de la holding soutenait avoir suivi les conseils de sa banque. La cour relève que celle-ci lui avait recommandé des actions de sociétés familiales dans le luxe ou l'immobilier, sans jamais citer Terreïs, qu'elle ne connaissait pas, et que c'est le client qui lui a demandé, le 8 octobre 2018, de se renseigner sur ce titre. Le conseiller s'est donc borné à exécuter ce que son client lui demandait, et qu'il l'ait ensuite conforté dans son choix ne change rien à la question de savoir qui a décidé (§118 à 124). Son attestation, rédigée quatre ans après les faits pour dire qu'il n'avait pas eu « *le sentiment* » d'une information privilégiée, ne pèse guère (§126). Le frère du président invoquait une réorientation de sa holding vers des placements moins risqués, mais il ne l'établissait que par une note signée de son président en 2024, pour les besoins du recours, et l'attestation du commissaire aux comptes ne montrait rien de tel (§182 et 183). Le directeur travaux prétendait avoir donné à son banquier l'instruction permanente de placer ses liquidités en titres Terreïs, alors que ses courriels montrent qu'il passait lui-même chaque ordre, et il expliquait son « *intuition boursière* » (§250) par un arrêt des chantiers que le président de Terreïs et son propre employeur ont démenti (§248 à 251). L'ancien directeur financier, enfin, se prévalait du rapport du rapporteur, qui avait jugé ses explications suffisantes. La cour rappelle que ce rapport « *constitue un avis qui ne lie pas la Commission des sanctions* » (§321 et 322). Sur ce terrain, une réserve déjà formulée par la doctrine mérite d'être reprise[15]. La cour retient que l'intérêt porté au

12 D. Martin, E. Dezeuze, Fl. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon et G. Rivière, Les abus de marché, op. cit., no 78, p. 107. Ce lien peut toutefois être discuté : sur cette discussion, v. not. J. Granotier, Dr. sociétés, mai 2023, comm. 61.

13 La cour écarte ainsi la décision AMF, comm. sanct., 31 janv. 2024, SAN-2024-03, invoquée par plusieurs requérants, chaque situation étant *« examinée concrètement, au cas par cas, selon les circonstances propres à chaque affaire »* (§125).

14 Comp. CA Paris, 2 mars 2023, n° 21/00887, invoqué sans succès par l'un des requérants pour soutenir que des relations professionnelles ne suffisent pas à caractériser la transmission (§ 311).

15 V. par ex., J. Granotier, Dr. sociétés 2023, comm. 61, considérant que la Commission peut parfois sembler sévère. ; M. Françon, RTDF 2023, n° 2.

titre « *n'est pas exclusif d'une détention* » et que l'absence de cession en urgence d'actions « *ne constitue pas une présomption d'absence de détention et d'utilisation d'une information privilégiée* » (§205 et 207). Or, la logique du faisceau veut que les indices conduisent « *de manière non équivoque* » à la détention. Une explication seulement vraisemblable suffit à rompre cette univocité et à faire naître le doute qui, la cour le rappelle elle-même, joue en faveur du mis en cause (§70)[16]. L'arrêt s'en défend en observant qu'il appartient à celui qui allègue un fait de le prouver (§185), ce qui est exact, mais déplace la question, car il ne s'agit pas de prouver la stratégie alléguée, seulement de la rendre plausible.

II - L'imputation du manquement au dirigeant de la personne morale

10. Aux termes de l'article 8§5, du règlement MAR, lorsque la personne qui négocie est une personne morale, l'article « *s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition* » pour son compte (§134). Tout tenait aux mots « *conformément au droit national* ». Les deux holdings et leurs dirigeants faisaient valoir que le seul texte interne qui organisait cette imputation, l'article 622-2 du règlement général de l'AMF, a disparu avec l'arrêté du 14 septembre 2016 et n'a reçu aucun successeur, de sorte que plus rien ne permettrait d'atteindre la personne physique à côté de la société, ce que confirmerait le considérant 40 du règlement. Ils en déduisaient que retenir le manquement à l'encontre des dirigeants procédait d'une interprétation nouvelle, contraire aux principes de légalité et de prévisibilité, et demandaient, à titre liminaire, que la Cour de justice soit saisie d'une question préjudicielle (§129 à 131, 156 et 157)[17]. L'AMF répondait que le renvoi au droit national n'autorise les États membres qu'à aménager le mécanisme général d'imputabilité que le règlement institue, que l'ancien article 622-2 était rédigé en des termes quasi identiques et que l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui vise « *toute personne* », demeure applicable (§132)[18]. Le ministère public partageait cette analyse (§133). La cour a en outre sollicité des notes en délibéré sur l'incidence de la directive 2014/57/UE, dont elle ne dit rien dans ses motifs.

11. La cour répond en plusieurs temps. Selon la cour, un règlement est d'application directe, ce que rappelle ici l'article 39, dont le paragraphe 3 dresse la liste des dispositions appelant des mesures nationales de mise en œuvre, liste dont l'article 8 est absent. Pour la cour, l'expression litigieuse « *renvoie uniquement aux modalités procédurales ou de fond prévues par le droit interne, le cas échéant* », si bien que l'abrogation de l'article 622-2 est sans effet (§136). Le considérant 40, qui invite à reconnaître les mécanismes nationaux d'imputation, rappelle la finalité du texte sans en subordonner l'application à une législation nationale (§137)[19]. L'article 8§1, vise d'ailleurs « *toute personne* », sans distinction (§138). Pour la cour d'appel de Paris, l'arrêt de la chambre commerciale du 14 novembre 2018, qui concernait l'obligation de publier l'information, n'est pas transposable. En effet, l'article 17 était silencieux sur le dirigeant, tandis qu'un article du règlement général de l'AMF le visait (§139)[20]. Enfin, ni la légalité ni la prévisibilité ne sont atteintes, l'ancien article 622-2 étant de rédaction similaire, et le fait que le texte reçoive sa première application « *n'est pas de nature à démontrer la méconnaissance par ces dispositions du principe de prévisibilité de la loi* » (§140). Le renvoi préjudiciel est donc refusé (§141, 160 et 161).

12. Au-delà de cette motivation bien étoffée, il restait à justifier le cumul. À ce sujet, la cour précise qu'il n'existe « *aucune incompatibilité à ce que les mêmes faits soient imputables à une personne physique et à la personne morale dont la première est l'organe ou le représentant* », comme en matière pénale en vertu de l'article 121-2 du code pénal (§147). La personne morale « *procède d'une fiction* » et n'agit que par l'entremise d'une personne physique (§148), de sorte qu'en matière d'initiés son comportement « *ne peut être dissocié de celui de ses organes ou représentants* » lorsque ceux-ci, détenant l'information, ont pesé sur la décision d'acquérir (§149). L'application est faite aux deux dirigeants, dont la formation, le parcours d'entrepreneur et les investissements antérieurs établissent qu'ils savaient ou auraient dû savoir que l'information était privilégiée (§151 à 153, 213 et 214). Le raisonnement joue dans les deux sens, puisque la société est, à son tour, « *réputée avoir également utilisé l'information privilégiée* » détenue par son dirigeant (§216). Il se prolonge aussi au stade de la sanction, le gain réalisé par la société profitant indirectement à celui-ci (§403, 432), étant donné qu'il était aussi le gérant et unique associé dans un cas (§403), principal actionnaire dans l'autre (§432).

III - La propagation du manquement aux proches de l'initié

13. Le règlement MAR ne se contente pas d'interdire à l'initié de négocier. Son article 8§2, vise celui qui, disposant d'une information privilégiée, recommande à une autre personne d'acquérir ou de céder les instruments concernés « *sur la base de cette information* », ou l'incite à le faire, et son paragraphe 3 ajoute que l'utilisation d'une telle recommandation ou incitation « *constitue une opération d'initié* » lorsque celui qui l'utilise « *sait, ou devrait savoir* », qu'elle repose sur une information privilégiée (§280, 286)[21]. Toute la partie de l'arrêt

16 V. égal. N. Ida, obs. préc., selon lequel *« il devrait en effet suffire au mis en cause d'avancer un scénario alternatif à la commission d'un manquement. Si cette justification alternative est suffisamment crédible, elle crée un doute qui doit profiter au mis en cause ».*

17 Les requérants invoquaient not. Com. 14 nov. 2018, n° 16-22.845, CA Paris, 17 sept. 2020, RG, n° 19/11033, ainsi qu'une décision de la commission des sanction, v. AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, n° 2018-06 : comme allant dans le sens d'un renvoi au droit national (§ 131).

18 L'AMF s'appuyait également sur CA Paris, 18 févr. 2016, n° 2014/19088, jugeant que les articles 8 et 14 du règlement MAR ne sont pas moins sévères que les dispositions antérieures (§ 132).

19 V. toutefois, sur cette question, l'analyse de M. Teller, BJB, juill. 2026, no BJB202r3, qui précise que *« l'interprétation du considérant 40 du règlement MAR ne s'impose pas avec l'évidence que lui prête la cour ».*

20 Com. 14 nov. 2018, n° 16-22.845, BJB mars 2019, n° BJB118c6, note J.-M. Moulin ; RD bancaire et fin. 2019, comm. 30, obs. P. Pailler.

21 L'article 14, sous b, interdit de *« recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés »* (§ 297).

consacrée au frère et à la compagne du directeur travaux tient à la manière dont la poursuite a combiné ces textes. Il était reproché à ce dernier d'avoir divulgué l'information Titres à ses proches ou, « *à tout le moins* », d'avoir incité le premier et recommandé à la seconde d'acheter, et à ceux-ci d'avoir utilisé l'information ou, à tout le moins, l'incitation et la recommandation reçues (§23).

14. Le règlement ne définit ni l'une ni l'autre de ces deux notions, et l'AMF s'en remet au sens courant : inciter c'est pousser quelqu'un à faire quelque chose, recommander c'est en vanter les avantages (§278). Les intéressés plaidaient que le directeur travaux, qui reconnaissait avoir « *toujours crié haut et fort à tout le monde qu'il fallait investir dans Terreïs* », n'avait donné que de simples conseils (§276, 277, 281). La cour retient le critère de l'insistance. Le frère avait décrit, devant les enquêteurs, un proche qui « *l'embêtait* » avec ce titre depuis des années, lui confiait à l'été 2018 « *il se passe quelque chose de bizarre chez Terreïs* », puis, en octobre, « *ça sent bon, fonce* », avant de lui reprocher, une fois l'achat fait, d'être un « *petit joueur* » (§282 et 283). De telles conversations ne sont pas de simples conseils mais, « *compte tenu de l'insistance* », des incitations à investir (§284). Pour la compagne, la recommandation « *insistante* », répétée « *à chaque repas, comme un bourdonnement dans l'oreille* » selon ses propres mots, suffit (§298 et 299). Une observation doit être formulée. Cette recommandation durait depuis dix ans, bien avant toute information privilégiée, et cette antériorité n'a pas empêché la Cour de juger que celle de novembre 2018 était faite « *sur la base* » de l'information, la détention établie dans la première partie rejaillissant sur le conseil. L'habitude de recommander un titre ne protège donc pas celui qui continue de le faire une fois initié.

15. Il fallait également établir que les bénéficiaires savaient ou auraient dû savoir d'où venait le conseil. La cour s'en tient à la connaissance qu'ils avaient de la position de son auteur. Le frère savait que Terreïs était le premier client de l'entreprise où travaillait son frère, puisque celui-ci lui parlait de chantiers arrêtés. Ainsi il « *ne pouvait ignorer que les informations de son frère sur* Terreïs *étaient obtenues dans le cadre du travail* », quand bien même il le croyait simple chargé d'affaires (§288 et 289). La compagne, quant à elle, n'ignorait pas que celui-ci travaillait depuis dix ans pour une société en relation avec Terreïs, suivait le cours du titre et jugeait ses connaissances boursières « *plutôt bonnes* » (§303 à 305). Cette figure de l'initié « *à l'insu de son plein gré* »[22], ou encore « *par ricochet* »[23], n'a pas manqué d'être remarquée en doctrine. La réserve qu'elle suscite tient au caractère accueillant du « *aurait dû savoir* », qui fait peser sur l'entourage de toute personne ayant accès à une information un devoir de prudence qui, en pratique, revient à s'abstenir, tant il sera facile de retenir que le destinataire d'un conseil en connaissait la source[24]. La réserve est sérieuse. On observera cependant que la motivation de l'arrêt reste factuelle, la cour exigeant à la fois la connaissance du lien professionnel entre l'auteur du conseil et l'émetteur et des compétences propres du bénéficiaire, et que la solution, comme le souligne un auteur, sert l'objectif du considérant 23, qui est d'empêcher qu'un avantage injuste soit tiré de l'information au détriment de ceux qui ne la partagent pas[25].

IV - L'émetteur et la liste d'initiés

16. L'article 18 du règlement MAR met à la charge de l'émetteur trois obligations. Il doit dresser la liste des personnes qui, travaillant pour lui ou exécutant des tâches pour son compte, accèdent aux informations privilégiées, l'actualiser « *rapidement* » et la remettre à l'autorité « *dès que possible* » sur sa demande. Il en fixe le contenu minimal, identité, motif de l'inscription, date et heure de l'accès, date d'établissement. Le texte impose que les inscrits reconnaissent par écrit leurs obligations (§344)[26]. Le règlement d'exécution 2016/347, applicable aux faits, en arrête le format au moyen de modèles et exige une section par information privilégiée (§345, 346 et 372)[27]. Son considérant 6 en donne la raison : ces données servent aux enquêtes et doivent être fournies « *dès le départ* », pour que l'autorité n'ait pas à revenir vers l'émetteur (§347). Aussi le manquement est-il déclaratif et « *ne requiert pas d'élément intentionnel* » (§ 348). En l'espèce, cinq carences étaient reprochées (§ 349), et leur examen dessine en creux, de manière inédite, ce qu'est une liste conforme. La correction après coup des heures d'accès est « *inopérante* » (§361). La fonction des inscrits doit figurer d'emblée, sans que l'émetteur puisse objecter que l'AMF aurait pu la lui demander en cours d'enquête ni affirmer, sans le démontrer, que l'omission n'a pas gêné celle-ci (§ 365 à 367). L'oubli d'un architecte est un manquement formel, quelle qu'en soit l'explication (§ 369), de même que la perte de trois engagements de confidentialité (§ 370 et 371). Une liste unique pour deux informations méconnaît enfin ce texte considéré comme « *dénué d'ambiguïté* », peu important que les initiés eussent été les mêmes (§ 374).

17. C'est ici que l'arrêt innove et réforme. Sur les 103 personnes inscrites, 71 étaient des collaborateurs de prestataires extérieurs, portés « *pour mémoire* », sans date ni heure (§ 351, 354). Fallait-il les inscrire ? La cour répond par la position-recommandation 2016-08 de l'AMF, aux termes de laquelle « *sur la liste de l'émetteur ne peut figurer que le nom de la personne physique en charge de tenir la liste d'initié du tiers qui agit au nom ou pour le compte de l'émetteur* » (§ 355)[28]. Les prestataires tiennent donc leurs propres listes, à côté de celle de l'émetteur, lequel n'a pas à y porter des personnes ne travaillant pas pour lui (§356). Terreïs ne pouvait dès lors se voir reprocher l'absence de dates et d'heures pour ces 71 personnes, sauf pour les référents (§ 357, 362). Cela

22 F. Peltier, *« Initié "à l'insu de son plein gré" »*, JCP G 2023, act. 268.

23 M. Teller, BJB juill. 2026, n° BJB202r3, art. préc.

24 N. Ida, obs. préc. ; M. Teller, note préc. (évoquant une *« obligation de vigilance »*, dès lors qu'existe une proximité avec un initié).

25 En ce sens, N. Ida, note préc.

26 Règl. (UE) n° 596/2014, art. 18, § 1 à 5, reproduit au § 344 de l'arrêt.

27 Règl. d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, art. 2, § 1, et annexe I, brogé par le règl. d'exécution (UE) 2022/1210 du 13 juillet 2022 (§ 345).

28 AMF, position-recommandation DOC-2016-08, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, oct. 2016.

étant, pour ces référents, l'émetteur invoque « *en vain* » le caractère non obligatoire d'une position-recommandation, l'obligation de les inscrire, avec date et heure, découlant de l'article 18, paragraphe 1, sous a), lui-même (§358). Et pour la trentaine de ses propres collaborateurs, l'absence d'heure suffit (§ 360). On retiendra que la cour oppose à l'AMF sa propre doctrine, et qu'elle consacre une architecture de listes à deux niveaux dont la valeur pour les enquêteurs dépend de la qualité de celles que tiennent les tiers, les référents étant, dit-elle, « *les mieux placés* » pour renseigner les accès de leurs collaborateurs (§357).

18. La Commission avait retenu une gravité certaine, tout en relevant l'absence de mauvaise foi et de gain, et prononcé 350 000 euros (§485). Terreïs faisait valoir tout à la fois le caractère formel, mineur et non intentionnel des erreurs, l'absence d'incidence sur l'enquête et le caractère inédit d'une sanction fondée sur l'article 18, qui aurait appelé la modération admise pour les premières applications. Enfin, Terreïs évoquait la comparaison avec des sanctions bien moindres prononcées pour d'autres manquements déclaratifs (§487 à 491)[29]. Pour la cour d'appel, les manquements, « *bien que formels* », sont importants, et le risque qu'une liste lacunaire fait courir à l'enquête « *peut constituer un critère de gravité du manquement, sans qu'il soit besoin d'établir un effet réel sur le marché* » (§500 à 502). Du reste, prises ensemble, les carences rendaient la liste « *difficilement exploitable* » (§503). Cette première application de l'article 18 n'était pas imprévisible, une décision de 2012 ayant déjà sanctionné l'absence de liste sous l'empire du règlement général, et le texte était éclairé par son règlement d'exécution, par la position-recommandation et par les questions-réponses de l'ESMA (§504 à 506)[30]. Cotée depuis 2006, la société devait savoir mettre en œuvre une obligation nouvelle (§507). L'absence d'intention et de gain a été prise en compte (§508). Par ailleurs, pour la cour, la coopération n'a rien eu d'exceptionnel (§509) et les comparaisons entre affaires sont vaines (§510). Seul l'écartement partiel du premier grief conduit à ramener la sanction à 200 000 euros (§511 à 513).

19. La rigueur de la solution se lit à la lumière de l'évolution des textes. Le Listing Act n'a pas sensiblement modifié le fond de l'article 18 mais a chargé l'ESMA d'étendre à toutes les listes le format allégé que seuls les émetteurs des marchés de croissance des PME pouvaient utiliser[31]. Il en est résulté le règlement d'exécution 2026/1291, applicable depuis le 5 juillet 2026, qui prévoit une section pour les initiés permanents, une section par information pour les autres, retranche certaines données personnelles et, pour les prestataires extérieurs, retient la mention d'une personne de contact par prestataire, ce qui rejoint la solution du §356[32]. Le format s'allège peut-être, mais les exigences que l'arrêt sanctionne demeurent, heures d'accès, fonctions, sections distinctes, engagements écrits. Pour les émetteurs, la leçon est nette, une liste d'initiés ne se régularise pas à la demande des enquêteurs, elle se tient en temps réel. ■

29 Terreïs invoquait un arrêt de la CEDH, 1er sept. 2016, n° 48158/11, X et Y c/ France, § 64, et CA Paris, 24 mars 2022, n° 20/08390, et proposait une comparaison avec une décision de l'AMF, comm. sanct., 14 juin 2012, SAN-2012-07, confirmée par CE, 26 janv. 2015, n° 360933, qui avait infligé 500 000 euros à un prestataire de services d'investissement dépourvu de toute liste (§487, 490) ; adde P. Jaïs, « *Un nouvel éclairage sur la liste d'initiés ?* », JCP éd. G, 2023, doctr. 399.

30 AMF, comm. sanct., 14 juin 2012, SAN-2012-07, préc., rendue au visa des articles 223-27 et suivants du règlement général ; ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-111 (§492, 505 et 506).

31 Règl. (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024, insérant un paragraphe 9 à l'article 18 du règlement (UE) n° 596/2014 ; ESMA, Final Report on the draft implementing technical standards on the extension of the use of the alleviated format of insider lists, oct. 2025.

32 Règl. d'exécution (UE) 2026/1291 de la Commission du 12 juin 2026. Le régime de fond propre aux marchés de croissance des PME (art. 18, § 6) demeure inchangé.