

# AMF

## 4<sup>ème</sup> colloque de la Commission des sanctions

### 5 octobre 2011

*Avertissement : Ce document est une transcription des débats du 5 octobre 2011. La forme orale a été conservée.*

## Programme des deux tables rondes

### **Propos d'accueil**

Claude NOCQUET, présidente de la Commission des sanctions, AMF

### **I Manipulation de cours : la preuve à l'épreuve des nouvelles technologies**

Table ronde présidée par Jean-Claude HASSAN, président de la 2<sup>e</sup> section de la Commission des sanctions, AMF

#### **Intervenants :**

Sophie BARANGER, secrétaire générale adjointe, Direction des enquêtes et des contrôles, AMF

Eric DEZEUZE, avocat associé, Bredin Prat, professeur associé à Paris V

Bruno GIZARD, membre de la Commission des sanctions, AMF

Bertrand JACQUILLAT, professeur des Universités à Sciences Po Paris, président d'Associés en Finance et vice-président du Cercle des économistes.

#### **Vidéo**

Arnaud OSEREDCZUK, secrétaire général adjoint, Direction de la gestion d'actifs et des marchés, AMF.

#### **Allocution**

Jean-Pierre JOUYET, président, AMF

### **II Publicité des séances, publication des décisions de sanctions : droit à l'information du marché et droit à l'oubli.**

Table ronde présidée par Olivia DUFOUR, journaliste

#### **Intervenants :**

Pierre-Henri CONAC, professeur à l'Université du Luxembourg

Thierry FOSSIER, conseiller à la Cour de cassation

Bertrand de SAINT MARS, délégué général adjoint, AMAFI

Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE D'HEROUVILLE, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel.

**Claude NOCQUET**

Je souhaite la bienvenue à toutes et à tous qui manifestez par votre présence, l'intérêt que vous portez à notre Commission des sanctions, à ce qu'elle fait, peut-être aussi à ce qu'elle ne fait pas, en tout cas aux problèmes auxquels elle est confrontée en cette période particulièrement difficile.

Vous le savez, elle est issue des « œuvres communes » de la COB, du CMF et du CDGF. Conçue très exactement le 1<sup>er</sup> août 2003, elle a eu une durée de gestation particulièrement courte puisqu'elle a vu le jour en novembre 2003... Et elle aura bientôt huit ans ! C'est un peu comme nos enfants, nous n'aurons pas vraiment eu le temps de la voir grandir.

L'anniversaire de ses sept ans et demi a correspondu à l'expiration de certains mandats, de sorte qu'il s'est traduit par une mue importante, cinq de ses membres, et non des moindres, l'ayant quittée. Nous avons, bien sûr, beaucoup regretté ces départs – et je vois d'ailleurs certains d'entre eux qui sont revenus vers nous aujourd'hui, ce qui nous fait chaud au cœur –. Nous avons beaucoup regretté ces départs, mais nous nous sommes aussi réjouis de l'afflux de sang neuf qui a compensé une telle saignée. C'est ainsi que, dans l'ordre chronologique :

- ma collègue et très grande amie Marielle Cohen-Branche, conseiller à la Cour de cassation, a été remplacée par Marie-Hélène Tric, doyen honoraire de la Chambre commerciale, qui présidait la formation appelée, au stade du pourvoi en cassation, à statuer sur notre contentieux ;
- mon prédécesseur Daniel Labetoulle, ici présent et connu de tous, qui a pendant cinq ans présidé aux destinées de la Commission, a été remplacé par Michel Pinault, président de section au Conseil d'Etat, qui a intégré la 1<sup>re</sup> section et avec lequel j'ai le très grand plaisir de siéger ;
- Jean-Claude Hassan, également connu de tous, qui a été désigné pour me succéder à la présidence de la 2<sup>ème</sup> section ;
- enfin, Antoine Courteault, Alain Ferri, ici présents, et Jean-Pierre Morin ont été remplacés par France Drummond, éminent professeur de droit, également parmi nous, et par deux grands anciens de la maison, qui nous ont fait le plaisir de venir ici aujourd'hui, Bernard Field, ancien membre du Collège, et Bruno Gizard, qui a été secrétaire général adjoint.

Ces périodes de renouvellement se traduisent, notamment, par des changements de rapporteurs. Autant dire qu'elles n'accélèrent évidemment pas le cours des affaires dont nous sommes saisis. Cela ne nous empêche pas de vous présenter aujourd'hui un bon bilan, tant en termes de délais que de productivité et de qualité pour « l'entreprise Commission des sanctions ». En effet, grâce à l'effort de tous, si l'on considère le dernier « exercice », clôturé le 30 septembre dernier, soit la période du 1<sup>er</sup> octobre 2010 au 30 septembre 2011 :

- le délai moyen entre la saisine de la Commission des sanctions et le prononcé de la décision est de l'ordre de douze mois, ce qui continue de marquer une progression par rapport aux années 2007, 2008 et 2009 ;

- nous avons examiné 24 affaires et avons ainsi réduit le stock des dossiers restant à juger, passé de 32 le 1<sup>er</sup> octobre 2010 à 28 aujourd'hui ;
- 70 % des personnes physiques et morales que nous avons jugées ont été sanctionnées – ce qui veut dire que 30 % ont été mises hors de cause ;
- moins d'une personne sanctionnée sur trois a introduit un recours ;
- la proportion, par rapport à nos décisions frappées d'un tel recours, de celles qui ont été infirmées ou réformées – en ce sens qu'un ou plusieurs des griefs que nous avons retenus ne l'a pas été par la juridiction d'appel – est inférieure à 10 %.

Mais notre activité ne peut pas se résumer à ces quelques chiffres, aussi satisfaisants soient-ils. Car, contrairement à ce que son nom indique, la Commission des sanctions – dont la dénomination a d'ailleurs été critiquée, peut-être à juste titre, par certains avocats – ne saurait être réduite à une fonction de distribution de sanctions prononcées dans un délai raisonnable.

Notre positionnement et les règles de procédure que nous appliquons ont fait de nous, au sens de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme, un vrai tribunal, ce qui pourrait justifier un changement de « label ». Il me semble que notre Commission mériterait d'être qualifiée de « tribunal des marchés financiers ». Pourquoi ?

D'abord parce que, du point de vue de notre positionnement, nous constituons une formation très spécialisée composée de femmes – un peu – et d'hommes – beaucoup – provenant d'univers différents : Conseil d'Etat, Cour de cassation, universitaires, professionnels du monde des affaires, de la banque, de la Bourse, représentants syndicaux... Toutes ces personnes ont en commun, d'un côté, d'être organiquement rattachées à l'AMF dont les services leur fournissent à la fois leur expertise et leur soutien logistique. Au premier rang de ces services, je tiens à saluer ici, tout spécialement, la DICS – dirigée avec une *maestria*, un courage et une compétence exceptionnels par Christine Guéguen et par son adjoint Laurent Berlioz – et sans laquelle rien ne serait possible.

Qu'en est-il, de l'autre côté, de notre rattachement statutaire ? D'une certaine manière, nous n'en avons pas, en ce sens que nous bénéficions d'une indépendance totale. C'est la Commission elle-même qui désigne le président de la 2<sup>ème</sup> section. C'est la Commission elle-même qui désigne son président, plus exactement sa présidente – a-t-elle fait le bon choix ? C'est une autre histoire... En outre, chaque membre de la Commission des sanctions est nommé pour une période de cinq ans, au cours de laquelle son inamovibilité est assurée. Nous ne sommes soumis à aucune autorité hiérarchique et ne recevons d'instructions ou de sollicitations de personne. Et nous n'avons jamais été exposés à une quelconque pression : je tiens à en témoigner, aussi bien au nom des membres de la Commission des sanctions qu'en mon nom propre. Rares sont les institutions présentant autant de garanties !

Quant à nos règles de procédure, elles répondent aux standards européens les plus exigeants, qu'il s'agisse :

- de la séparation des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement ;

- du développement des droits de la défense : dorénavant, la personne susceptible d'être mise en cause a connaissance, dès la fin de l'enquête, de ce qui lui est reproché, ce qui lui permet de faire valoir ses arguments et d'éviter, le cas échéant, une notification de griefs ;
- le « contradictoire » a été étendu ; cette extension du débat contradictoire se traduit notamment par la communication systématique des observations du représentant du Collège – c'est-à-dire de la partie poursuivante – aux avocats, qui ont tout loisir d'y répondre : une sorte de dialogue interactif entre accusation et défense est institué dès la saisine de la Commission ;
- il y a eu un rééquilibrage des voies de recours, celles-ci pouvant enfin être exercées, non seulement par la personne sanctionnée, mais aussi par le président du Collège, ce qui, à mes yeux, constitue un progrès important, que j'appelais de mes vœux depuis un peu plus de sept ans.

Enfin, s'agissant toujours des règles de procédure, nous faisons maintenant preuve d'une plus grande transparence, avec l'introduction, par la loi du 22 octobre 2010, de la publicité de nos séances et de la publication de nos décisions. Cette nouvelle transparence, qui a incontestablement le mérite de montrer au public comment nous fonctionnons et de donner une plus grande visibilité à nos décisions – ce qui renforce le caractère à la fois dissuasif, expressif et pédagogique de notre jurisprudence – ne risque-t-elle pas, à l'inverse, de porter atteinte à la vie privée des personnes mises en cause, de les stigmatiser, de les clouer au pilori ? Autant de questions auxquelles la deuxième table ronde, consacrée à ce choc entre deux droits antagonistes, celui d'être informé et celui d'être oublié, tentera de répondre. Nul doute, compte tenu de la qualité des intervenants, qu'elle y parvienne, sous l'autorité souriante et efficace d'Olivia Dufour, une très grande journaliste qu'il n'est plus nécessaire de vous présenter et que je remercie très vivement de son concours.

Si, comme je l'ai rappelé, la Commission des sanctions n'a pas à rougir de ses délais, car elle va beaucoup plus vite que les juridictions administratives et judiciaires, il subsiste tout de même, et c'est imparable, un certain décalage entre la survenance des faits dont elle est saisie et le moment où elle les examine. Il y a le temps dit « réel », le temps médiatique, puis le temps du prononcé de la décision. Et la question se pose de savoir s'il n'est pas alors trop tard pour délivrer nos messages. Finalement, je ne le crois pas, et je donnerai deux exemples.

- Premier exemple. Nous avons récemment été, nous sommes aujourd'hui et nous serons encore demain, appelés à statuer sur certains dysfonctionnements qui se sont produits pendant la crise, mais celle de 2007-2008, pas celle d'aujourd'hui ! Notre parole ne risque-t-elle pas d'être dépassée, démodée, pire : « ringardisée » ? Tout dépend des questions qui nous sont posées et de la manière dont nous y répondons. Un débat, à mes yeux assez vain, s'est élevé, consistant à rechercher si, pour les gestionnaires de portefeuilles individuels ou de fonds communs de placement mis en cause devant nous, la crise des années 2007-2008 constituait une circonstance atténuante, comme le plaident unanimement leurs avocats ou, au contraire, une circonstance aggravante, comme le soutient avec une égale constance le représentant du Collège. Plutôt que d'apporter une réponse impossible à une question qui ne l'était pas moins, nous avons préféré, à cette occasion, réaffirmer avec force qu'en de telles périodes, hier comme aujourd'hui, il s'imposait, pour ces professionnels, d'agir dans le seul intérêt des clients et en respectant une parfaite égalité entre eux : deux principes cardinaux, intemporels, qui ne souffrent aucune transgression et dont le rappel nous a paru, et nous

paraît encore aujourd'hui, plus que jamais, à l'ordre du jour. Puissent-ils être entendus, en ce moment de fortes turbulences, par les professionnels en charge des intérêts des investisseurs !

- Deuxième exemple. En mai dernier, nous avons sanctionné, pas assez selon certains – je vois Jean-Pierre Jouyet qui acquiesce au premier rang – trop selon d'autres – j'aperçois, un peu plus loin, plusieurs avocats – une manipulation de cours d'un type nouveau, qui procédait de l'utilisation de techniques proches de celles du *trading* à haute fréquence. Confrontés à cette sorte de « canada dry » du *high frequency trading*, nous nous sommes interrogés, au-delà de l'affaire dont nous étions saisis, sur le rapport qu'il pouvait y avoir entre, d'un côté la fixation du cours d'un titre résultant, comme on nous l'a appris dans les meilleurs ouvrages, de la libre confrontation entre l'offre des vendeurs et la demande des acheteurs et, de l'autre côté, une rafale d'ordres programmés par un logiciel lancé à une vitesse telle qu'ils échappent à la perception humaine, mais non à celle du carnet électronique, puis immédiatement annulés selon les mêmes techniques, après avoir produit leur effet haussier ou baissier. Il n'y a, entre les deux phénomènes, aucun rapport. Aussi nous sommes-nous posé la question de savoir, quand on est ainsi propulsé de la criée du Palais Brongniart, où nous nous trouvons aujourd'hui, dans l'univers impitoyable du « robot trader » évoqué hier par *Le Monde*, comment prévenir et sanctionner de tels agissements ? Avec quels moyens ? Sur le fondement de quelles preuves ? Ces questions font la une de la presse spécialisée. Elles nourrissent la réflexion de la Commission européenne du Marché intérieur. Autant dire qu'elles sont d'une brûlante actualité ! Elles seront examinées, sous toutes leurs facettes, par les experts réunis autour de Jean-Claude Hassan, dans la première table ronde consacrée à la preuve de la manipulation de cours à l'épreuve des nouvelles technologies.

Avant de leur laisser la parole – ce sera passionnant – je dois vous informer d'un petit changement de programme. En raison de ses impératifs en fin de journée, Jean-Pierre Jouyet interviendra, non pas après la seconde table ronde comme initialement prévu, mais juste avant, à notre retour de la pause café, à 16h15.

Au nom de la Commission des sanctions, un grand merci à tous les intervenants, dont je suis sûre qu'ils nous feront passer un après-midi de *brainstorming* à très, très haute fréquence !

*Applaudissements*

## I. Manipulation de cours : la preuve à l'épreuve des nouvelles technologies

**Jean-Claude HASSAN**

Vous le rappeliez, Madame la Présidente, nous sommes au palais Brongniart. Le sachant, j'ai retrouvé l'autre jour la phrase que tout le monde connaît et que chacun déforme. C'était en octobre, il y a maintenant 45 ans, lors d'une conférence de presse à l'Élysée. En réponse à la question d'un journaliste, le général de Gaulle prononce la fameuse phrase – je la lis pour être sûr qu'elle soit exacte – : « *La Bourse en 1962 était exagérément bonne. En 1966, elle est exagérément mauvaise, mais vous savez, la politique de la France ne se fait pas à la corbeille* ». Je me suis demandé ce qui, dans cette phrase, serait le plus difficile à expliquer à une jeune personne. Que la Bourse aille trop bien peut-être, en tout cas bien, il y a quatre ans et mal aujourd'hui, est ce qui est, je crois, le plus facile à expliquer : quatre ans séparaient 1962 de 1966 et quatre ans nous séparent du début du déclenchement, au moins dans sa partie la plus visible, de la crise financière. Que la politique ne se fasse pas là où s'échangent les instruments financiers est assez facile à expliquer à une jeune personne qui entend, ou qui lit tous les jours, à peu près en quantités égales, des phrases selon lesquelles il faut rassurer les marchés, et d'autres selon lesquelles il ne faut pas se laisser dicter sa conduite politique par les marchés. Je crois que, ce qui est le plus difficile à expliquer dans cette phrase, c'est « la corbeille ». Ce qui est encore plus évident ici, qui est le lieu de Paris et de France, où elle manque le plus parce qu'elle y a été si longtemps présente.

Si je fais un grand saut et que je me place il y a 22 ans, le CAC – acronyme inchangé – cessait de désigner – je me tourne vers Alain Ferri – la Compagnie des agents de change pour désigner désormais la Cotation assistée en continu : les informaticiens sont toujours très forts pour d'abord choisir un acronyme, puis le développer. Depuis, une série continue – c'est le mot – d'innovations financières, d'investissements informatiques de grande ampleur aussi bien, notamment, dans les entreprises de marchés que chez les opérateurs, une tendance jamais démentie – peut-être en voie d'épuisement – de réduction des coûts et des taxations diverses venant entraver, disait-on ce bon objet absolu qu'est la fluidité des actions, au service de ce bon objet meilleur encore qu'est la liquidité, ont fabriqué un écosystème qui est tout sauf une donnée de nature, encore moins une donnée immédiate de la conscience et qui, parce qu'il est un écosystème, entraîne en retour une nécessaire adaptation, elle-même continue, de la réglementation, de la surveillance des marchés et des moyens de preuve.

- De la réglementation nous sommes à la veille, je crois, dans un cas, à l'avant-veille dans l'autre, de la présentation de nouvelles réglementations européennes en matière d'abus de marchés d'une part, et puis de MIF ou de MiFID selon que l'on préfère l'acronyme en français ou en anglais.
- La surveillance des marchés exige des moyens renouvelés, dont nous vous dirons quelque chose tout à l'heure, sous la forme d'une vidéo parce que le colloque lui-même est à l'épreuve des nouvelles technologies, bien sûr.
- Et enfin des moyens de preuves qui sont le sujet principal de cette table ronde.

Je ne voudrais pas manger sur le temps d'intervention – que je surveillerai avec sévérité – des uns ou des autres et je note la petite avance résultant du fait que je m'arrête ici. Un mot tout de même sur ceux que vous connaissez tous, dans l'ordre des interventions qui auront lieu deux fois. Vous

nous écouterez chacun une fois et ensuite nous remonterons la file, dans la deuxième partie de cette table ronde :

- Sophie Baranger, que je ne présente pas. Vous êtes, Madame la Secrétaire générale, chère Sophie, directrice des Enquêtes et des contrôles de l'Autorité des marchés financiers, dans le cadre de l'organisation, que les anciens disent encore nouvelle – le mot s'épuisera un jour mais ils continuent à le dire – résultant du rapprochement des enquêtes et du contrôle qui, jusque là, étaient séparés ce qui était sans doute le fruit de la genèse de l'AMF et des institutions de la fusion desquelles elle résulte.
- Monsieur le Professeur Jacquillat et cher Bertrand. Professeur est presque un peu réducteur. Vous êtes à la fois académique, professeur non plus à Dauphine, mais désormais à Sciences Po. Vous êtes expert, cela prend le visage de votre présidence de Associés en Finance et puis, vous êtes présent dans la cité à la fois en tant qu'académique et expert : vous êtes vice-président du Cercle des économistes.
- Bruno Gizard, vous n'êtes pas membre de la Commission des sanctions de l'AMF. Enfin si, vous l'êtes depuis quelques mois. Mais, ce n'est pas en cette qualité – qui réduit un peu au silence, surtout quand nous en viendrons à évoquer des moyens de prévention et des évolutions de la réglementation –, c'est plutôt en votre qualité de régulateur. J'allais dire régulateur depuis toujours puisque, selon l'âge des gens qui appartiennent aux sociétés de marchés ou des opérateurs de marchés, vous êtes sinon leur père du moins leur grand frère. Voilà pourquoi je ne vous présenterai pas plus avant.
- Maître Dezeuze enfin, vous êtes avocat et associé chez Bredin Prat. Le cabinet continue à s'appeler Bredin Prat malgré le décès trop brutal, trop violent, trop vite advenu de Jean-François Prat. Le programme que vous avez tous reçu, prétend que Maître Dezeuze est professeur associé à l'Université de Paris. Ne croyez pas qu'un prurit réactionnaire de l'AMF nous ait conduits à revenir avant la loi Edgar Faure de 1968, non. Il s'agit seulement d'une coquille : le « bon à tirer » est venu trop tôt. Vous êtes professeur associé à Paris V, Paris Descartes.

Mais, auparavant et avant vos interventions, nous allons écouter, sous la forme d'une vidéo – puisque nous sommes nous-mêmes à l'épreuve des technologies – Arnaud Oseredczuk, également secrétaire général adjoint de l'AMF et qui dirige la gestion d'actifs et des marchés de AMF dont les activités, auparavant, étaient centrées autour de la surveillance qui, désormais, appartient au périmètre nouveau de sa direction. Je vous invite à voir et écouter la vidéo qui suit.

### **Qu'est ce que le *trading* à haute fréquence ?**

#### **Arnaud OSEREDCZUK**

Il n'y a pas, aujourd'hui, de définition arrêtée du *trading* à haute fréquence, d'une vitesse à partir de laquelle nous serions dans le monde de la haute fréquence. En pratique, nous regroupons sous ce nom des intervenants pour qui, effectivement, la rapidité de réaction est l'élément clé. Ce sont des intervenants qui utilisent des algorithmes, parce que les humains sont trop lents ; des intervenants qui louent des espaces, pour leurs ordinateurs, juste à côté des serveurs des marchés, pour gagner encore en réactivité et qui mettent en général en œuvre des stratégies en fonds propres, avec un horizon de détention très court, qui excède rarement la journée.

Ensuite, il faut comprendre que la valeur ajoutée d'un algorithme à haute fréquence est le traitement de l'information, le plus vite possible et toute l'information disponible. Donc, il va à chaque instant réévaluer combien de titres il doit acheter et vendre et à quel prix et se replacer dans le carnet d'ordres en conséquence. Cela entraîne une activité intense du carnet d'ordres. Plusieurs dizaines d'ordres par millisecondes : certains opérateurs peuvent même arriver à passer un ordre 20 microsecondes après le précédent, sur la même valeur. Cela explique aussi les forts taux d'annulation que nous observons : les *traders* haute fréquence annulent 99 % ou 99,9 % des ordres qu'ils entrent. Nous aurions tort de croire qu'il s'agit d'un phénomène marginal. Aujourd'hui, 90 % des ordres envoyés sur le marché, sont émis par des *traders* haute fréquence, et environ 30 % des transactions, et c'est encore davantage aux Etats-Unis.

**Quels sont les risques liés à ce mode de trading ?**

Je crois que nous pouvons distinguer, schématiquement, quatre types de risques.

1. Un stress excessif pour l'infrastructure de marchés qui est obligée de traiter des millions d'ordres à la même seconde et qui, finalement, pourrait tomber en panne au pire moment : un risque de saturation de ses capacités.
2. Le risque de comportement imprévu d'un algorithme, appelé aussi l'algorithme fou. De manière plus vraisemblable, c'est l'interaction imprévue entre plusieurs algorithmes ou des effets en cascade entre eux qui pourraient conduire, par exemple, à une chute des cours vers zéro en quelques minutes sans qu'aucune intervention humaine n'ait le temps de s'y opposer.
3. Un autre risque identifié est que les *traders* haute fréquence, finalement, finissent par chasser les autres du marché. Les autres intervenants se disant que, de toute façon, les opportunités leur échapperont toujours : elles seront prises, avant qu'eux-mêmes ne puissent y accéder, par des acteurs plus rapides qu'eux.
4. Le quatrième risque est plutôt, pour nous régulateurs, un enjeu de surveillance en réalité. C'est le risque que le marché ne soit pas suffisamment surveillé au regard de pratiques dommageables qui pourraient être mises en œuvre à haute fréquence. Si nous revenons à toutes ces annulations d'ordres, évoquées il y a un instant, une partie d'entre elles sont légitimes parce qu'elles reflètent un changement des conditions du marché, et donc une adaptation en conséquence des intervenants dans le carnet d'ordre. Et puis, une partie d'entre elles, théoriquement, peut être constituée de leurres : on a entré des ordres pour donner une fausse image et puis, nous les annulons une fois que le leurre a atteint son objet. Il faut que les régulateurs investissent pour faire le tri entre ces différents types de stratégie.

**Quels sont les moyens de surveillance dont dispose l'AMF ?**

Depuis plus d'un an, l'AMF investit énormément sur ces problématiques liées au *trading* haute fréquence. Nous avons construit et adapté nos propres outils pour mieux surveiller les carnets d'ordres avec l'analyse de stratégie à horizon très court. Je voudrais aussi mentionner certaines limites dans nos moyens.

- La première limite est l'absence d'accès facile au carnet d'ordres des autres lieux de négociations d'Euronext, que le marché français. Aujourd'hui, les règles de la coopération sont telles que cet accès est encore très malaisé, notamment en termes de surveillance : nous



ne pouvons pas avoir, forcément, une vision consolidée de l'activité des *traders* haute fréquence qui se fait sur plusieurs plateformes à la fois.

- Ensuite, en termes de moyens, un point n'est pas inutile à mentionner : il existe un débat sur la capacité des régulateurs à accéder aux algorithmes et, dans certains cas – je ne dis pas que cela doit être le mode d'investigation privilégié – il peut être utile d'accéder à un algorithme et on ne doit pas opposer le secret professionnel à ce type de demande.

#### **Quels sont les enjeux juridiques ?**

En tant qu'opérationnel, je vois très concrètement deux sortes d'enjeux.

1. La qualification juridique de certaines stratégies ou situations. Nous avons déjà parlé des stratégies qui envoient énormément d'ordres aux marchés et qui, finalement, le met dans une telle situation qu'il tombe en panne. Cela pourrait sembler répréhensible, en tout cas cela ne participe pas d'un bon fonctionnement du marché. Si en plus, cela est fait exprès pour brouiller, finalement, la vision que les autres participants ont du carnet d'ordres et ralentir, que tous ces ordres soient envoyés à une très haute fréquence, là c'est encore plus grave.

Deuxième exemple. Le fait d'envoyer de petits ordres uniquement pour voir comment les autres s'adaptent et réagissent et en déduire des informations sur leur propre stratégie, est-ce acceptable ? Est-ce répréhensible ?

Troisième exemple, enfin : la stratégie consistant à identifier de petits mouvements sur les valeurs et à se greffer dessus pour les amplifier, parfois démesurément et puis se déboucler, avec profit, très peu de temps après. Est-ce répréhensible ? Comment le qualifier juridiquement ?

Sur ces différents sujets, la révision de la directive « abus de marché » est le lieu de discussions et nous avons mis sur la table ces questions.

2. Ensuite, je voudrais mentionner, très brièvement, le droit de la preuve et la possibilité de pouvoir raisonner par analogie. Les services, bien sûr, ne peuvent pas démonter chaque séquence de chaque *trader* algorithmique. Ils sont obligés de fonder leurs analyses sur un petit nombre d'exemples et, ensuite, d'identifier les paramètres qui permettront de montrer que, selon toute vraisemblance, le mécanisme démonté sur ce petit nombre d'exemples a été en fait mis en œuvre à grande échelle. Et là-dessus, encore, il nous faut une jurisprudence qui puisse consacrer ce type de méthodes.

#### **Jean-Claude HASSAN**

Je remercie, à distance, Monsieur Oseredczuk, pour son intervention. Nous reviendrons peut-être sur la preuve par analogie tout à l'heure, ou plutôt l'emploi de ce mot pour désigner quelque chose que nous pourrions peut-être désigner autrement. Je n'insiste pas.

Cela dit, il y a très peu de décisions, non pas de la Commission des sanctions de l'AMF mais plus généralement des diverses autorités de régulation relatives au *trading* de haute fréquence, ou même plus généralement au *trading* algorithmique conduisant à des transactions à moyenne fréquence plutôt qu'à haute fréquence. Beaucoup dépend de vous, Sophie Baranger, dont les services sont en

amont de la chaîne répressive, après la surveillance peut-être. Pouvez-vous nous indiquer, peut-être en utilisant des décisions – vous ne pouvez pas nous parler de certaines choses car elles sont en amont des décisions – comment vous orientez une partie de vos enquêtes dans cette direction ? Quels problèmes cela vous pose-t-il en matière, notamment, d'identification des auteurs, voire des opérations elles-mêmes ?

### **Sophie BARANGER**

Il est vrai qu'en termes de statistiques, les enquêtes relatives aux manipulations de cours ne sont pas l'essentiel des dossiers que nous avons à traiter. Nous avons plus de dossiers liés à la diffusion de fausse information, ou alors liés aux manquements d'initiés. Actuellement, nous aurions environ 20 % de nos dossiers qui seraient relatifs à la manipulation de cours et, sur ceux-ci, encore un petit peu moins liés au *trading* à haute fréquence. Mais, il est vrai que, dans des affaires qui ont déjà été jugées par la Commission des sanctions, nous ne sommes pas dans la catégorie de *trading* à haute fréquence mais nous nous en approchons de plus en plus.

Cela fait à peu près maintenant cinq, six ans que nous avons observé des situations dans lesquelles nous avons des développements de manipulations de type de plus en plus industriel. Certaines décisions ont d'ailleurs fait l'objet de débats en Commission des sanctions. Je pense aux décisions concernant Zhang, SAFE notamment, mais aussi Kraay, bien sûr, dont nous parlerons. Nous verrons, au fur et à mesure que ces décisions ont été prises depuis 2006, 2009 et 2011, que nous avons une complexité croissante des dossiers et des typologies d'éléments que nous avons à examiner.

Si nous parlons de Zhang, par exemple, dans cette affaire, nous avons environ une petite quinzaine de très petites valeurs, des « *penny stocks* », qui étaient l'objet de ce dossier. La manipulation en question concernait une entrée massive, en carnet d'ordres, de très gros ordres à la vente, par exemple, à différentes limites et ceux-ci étaient annulés régulièrement et entrés à nouveau pour perdre leur priorité, en fait, dans le carnet d'ordres. Cela donnait une image trompeuse du carnet d'ordres et, d'ailleurs à cette époque, nous pouvions remarquer des taux d'annulation des ordres entre 50 et 60 %. Au fur et à mesure des décisions que vous avez déjà examinées, nous avons pu constater une évolution et une complexification croissante.

Si nous regardons, juste un instant, l'affaire Kraay qui est un exemple de *layering* c'est-à-dire quasiment de superposition de couches d'ordres, des ordres de vente par exemple qui sont très nombreux et qui créent une illusion de pression vendeuse. Dans ce cas-là, nous passons à des situations dans lesquelles les transactions remontaient à 2007-2008, à des taux d'annulation d'ordres encore plus élevés, puisque nous étions entre 70 et 80 %.

S'agissant d'autres cas de *layering* que nous avons examinés, nous nous trouvons dans des situations d'ampleur différente : le nombre de valeurs en question a considérablement augmenté, la liquidité de ces titres également. Nous retrouvons les mêmes mécanismes de décalage, avec des pressions vendeuses ou des pressions acheteuses qui s'effectuent en quelques secondes et qui sont répétées plusieurs fois par heure et sur plusieurs titres. Ces interventions se font non plus sur une seule plateforme, comme le cas de Zhang tout à l'heure, ou avec des intervenants uniquement français, mais sur plusieurs plateformes et dans différents pays. Chaque plus-value est extrêmement faible, entre 500 et 1 000 euros pas heure environ, mais là aussi répétée un très grand nombre de fois sur un grand nombre de titres. Pour donner encore quelques exemples d'indication chiffrée, sur d'autres manipulations entrant dans le *trading* à haute fréquence, nous avons pu voir se développer

une autre stratégie qui est celle du brouillage de carnet d'ordres. Visiblement, l'objectif est de brouiller ou de ralentir peut-être les autres *traders* à haute fréquence, de profiter des arbitrages entre deux plateformes. Pour une valeur, examinée sur l'année 2009, les ordres restaient environ quatre secondes, en moyenne, dans le carnet ; pour d'autres intervenants, qui n'étaient pas des *traders* haute fréquence, c'était sept minutes. Sept secondes, sept minutes, nous avons un décalage très important. Plus de 62 % des ordres étaient annulés la seconde suivant leur entrée dans le carnet, certains ordres étant annulés moins d'une milliseconde après avoir été saisis, voire dans certains cas 25 microsecondes après. Nous arrivons à des vitesses extrêmement rapides. Donc, il nous faut traiter de plus en plus de données pour pouvoir caractériser un manquement et mettre en évidence des profits indus significatifs parce que, encore une fois, quand nous décortiquons les cas, nous ne mettons en évidence que de toutes petites plus-values. Pour aboutir à un dossier intéressant, il faut regarder une durée longue et un plus grand nombre de titres. Les taux et les vitesses d'annulation sont vertigineux. Nous arrivons à des taux de plus de 99 % d'annulations d'ordres. Nous pouvons nous demander à quoi cela sert d'entrer des ordres pour les annuler pour quasiment l'essentiel. Est-ce véritablement en vue d'effectuer ensuite une transaction ? Nous pouvons nous interroger. Nous arrivons aussi à des vitesses d'annulations très importantes : jusqu'à 25 microsecondes. Cela rend, évidemment, l'analyse des carnets de plus en plus compliquée. Nous ne travaillons même plus, tellement les volumes de données sont importants, en gigaoctet mais maintenant en téraoctet (1 000 gigaoctets). Cela commence à faire des volumes extrêmement importants pour un seul et même dossier.

Sur le plan juridique, pour résumer, deux problématiques essentielles nous animent. La possibilité d'imputer le manquement que nous aurons réussi à caractériser dans un premier temps.. Je ne reviendrais pas sur Kraay, je pense que vous le ferez plus largement, mais dans les cas de *layering* mis en place par des *traders* algorithmiques, nous avons des difficultés importantes en termes d'imputation. Nous avons parfois des donneurs d'ordres placés sur d'autres continents, l'Asie par exemple, et qui sont derrière des structures opaques successives : cela rend l'imputation un peu compliquée. La caractérisation du manquement, encore une fois, est compliquée là aussi puisque certaines données, pour construire le carnet d'ordres, ne sont pas toujours disponibles avec la qualité que nous souhaiterions. Des plateformes ne conservent pas des données avec un degré de précision suffisant. Ce qui fait que, puisque vous avez des vitesses d'annulation extrêmement rapides, si vous avez des données conservées simplement à la seconde quand vous avez des ordres annulés à la microseconde, vous n'arrivez pas à reconstituer l'ensemble du film avec une précision suffisante. Toutes les plateformes n'ont pas mis en œuvre des moyens suffisants pour avoir cette conservation des données. Certaines n'existent plus – il n'y a plus d'archives – et nous n'avons pas accès à ces plateformes. Et puis, je le disais tout à l'heure, nous sommes intervenus dans une échelle de temps tellement infime que les problèmes de compatibilité des données ressorties de ces plateformes sont un petit peu compliquées. L'échelle de temps séparant les deux états du carnet d'ordres est maintenant devenue tellement infime qu'il est quasiment impossible de synchroniser précisément ce qui se passe sur les différentes plateformes.

Voilà quelques exemples de difficultés dans lesquelles nous sommes plongés au quotidien pour essayer de faire en sorte de présenter, devant la Commission des sanctions, après passage au Collège, des dossiers suffisamment construits, bâtis, solides.

**Jean-Claude HASSAN**

Un peu après vous, vient la Commission des sanctions, si le Collège a consenti à lui transmettre une notification de griefs. Ce que nous avons fait, je vais le dire en trois minutes, ce qui nous permettra de rattraper une partie de notre retard, parce que c'est extrêmement modeste mais ce n'est pas tout à fait rien. Il s'agit de la dernière décision que vous avez mentionnée, la décision Kraay.

**Surveillance**

Que nous dit-elle ? Elle trouve son origine dans l'identification, par la Direction des enquêtes et de surveillance des marchés – c'est ainsi qu'elle s'appelait et était délimitée dans l'ancienne organisation – de pratiques particulières de passation d'ordres émanant de deux serveurs locaux d'émission et portant sur 25 titres de sociétés françaises.

Qu'elles sont ces pratiques particulières ? Ce sont des émissions, pour des quantités importantes, d'ordres passifs en grand nombre et situés, évidemment, au bon endroit : massivement situés aux meilleures limites. Nous avons les deux exemples, à la vente et à l'achat. Ensuite, après que le cours ait été décalé – ce qui est le soupçon que nous concevons à ce moment-là, au niveau de la surveillance – il y a cette fois exécution. Exécution des ordres passifs entrés en même temps que les précédents mais, comme ils doivent être exécutés, ils sont plus raisonnablement dosés : ils sont en sens contraire, pour des quantités moindres, à des prix plus favorables. Ensuite, annulation des ordres du premier type, qui n'étaient faits que pour cela, pour conduire à ces prix – bien que nous ne soyons pas dans une affaire de *trading* à haute fréquence, ni même algorithmique mais les techniques peuvent être semblables même si elles s'exécutent à la vitesse d'un index un peu agile, sur une souris cependant ordinaire – et puis passation, on recommence mais à l'envers. A nouveau, passation en grand nombre, pour des quantités importantes visant, cette fois, à exercer une pression en sens contraire de la précédente et enfin revente des titres acquis, s'il en a été acquis, par achat des titres vendus si l'opération commençait par une vente. Voilà pour la surveillance.

**Identification de l'auteur des manipulations**

L'enquête, pour une série de tables de saisies délocalisées, était partie d'un local unique je crois, dans lequel opéraient 22 *traders* – locataires en quelque sorte – sur les mêmes serveurs et dans les mêmes locaux. Le nombre de titres concernés était 25, pour les opérations suspectes que je viens de décrire rapidement. La notification de griefs s'est limitée à un seul *trader*, à une seule société de *trading* mais unipersonnelle et portait le nom de Kraay – les cinq premières lettres du nom du monsieur qui opérait – et à cinq titres seulement. Autrement dit, il y a eu une identification mais qui résultait, vous le voyez bien, au niveau cette fois-ci non plus de la surveillance mais des enquêtes, d'une très grande réduction d'ambitions. Pourquoi nous sommes-nous limités à une seule personne sur vingt-deux ? Parce qu'il s'agissait d'une seule personne pour laquelle l'identification était aisée, encore qu'il a fallu un considérant entier de la décision pour confirmer qu'il s'agissait bien de la même personne : pour cinq titres seulement – ici encore, réduction d'ambitions – nous avons identifié un *trader* qui avait encaissé la totalité des bénéfices des opérations ou, plus précisément, sur le compte duquel avaient été bouclées toutes les opérations réellement exécutées. En revanche, pour les raisons proches de celles que vous disiez à l'instant, Sophie Baranger, conservation n'avait pas été faite de tous les ordres ayant permis ce décalage : les ordres massifs suivis de leur annulation. La Commission, sur un raisonnement simple tiré de l'in vraisemblance de la situation contraire, a dit à Monsieur Kraay que c'est forcément lui, sinon son frère connivent, qui avait passé ces ordres et que cela revenait au même. Voilà pour l'identification de l'auteur.

**Identification des opérations**

Elles se seraient déroulées sur 18 mois. Une seule, et après beaucoup de travail, a été complètement décrite : elle s'est étalée sur 14 minutes. Qu'importe ! Il fallait quand même la qualifier. Est-ce une manipulation de cours ou une micro manipulation de cours si on préfère ? Là, il s'agit peut-être du premier acquis de la décision Kraay : oui, la manipulation des cours n'est pas seulement la manipulation « à la papa », où on travaille le marché pendant des heures pour obtenir un *fixing* sympathique et, ensuite, faire une application massive à 17h37, à 5 % de décalage du cours obtenu en *fixing*. Non ! Ce peut être aussi la manipulation du *hacker*, la micro manipulation ou celle de l'homme à l'index agile, gagne petit mais répétée. Premier acquis de cette décision.

Deuxième acquis : cela ne suffit pas. On ne trace pas une droite avec un point. Non, la Commission a refusé de passer de un titre à cinq titres, puisque Monsieur Kraay opérait sur cinq titres, et elle a refusé de passer de 14 minutes à 18 mois. Certes, elle a reconnu des présomptions. La plus importante d'entre elles étant celle en amont : c'est la surveillance. C'est bien parce qu'il y avait, pendant 18 mois, des opérations suspectes, des rafales d'ordres annulés en des proportions considérables, suivis d'exécutions dans le sens exactement contraire du sens de la première rafale : tout cela faisait une très forte présomption. Mais on ne trace pas une droite avec un point.

Troisième apport de cette décision, les preuves. Ce que pourraient être des preuves, notamment celles que la Commission a mentionnées. D'abord : plusieurs points. Pas toute la période, non ! C'est impossible. Plusieurs points aléatoirement choisis, par exemple : le troisième mardi du mois, six mois de suite et puis, si possible, le premier mardi à l'ouverture, le deuxième à l'heure du déjeuner quand on guette l'ouverture de New York qui nous donnera les nouvelles tendances de la journée et le dernier un peu avant le *fixing*, et puis on recommence. Et puis peut-être aussi, s'il s'en trouve, une exploration des logiciels. Tout cela a été dit en termes assez vagues, puisque la réglementation pourra varier quant à l'ampleur des investigations qui pourront être menées. Tout cela, je crois, est le troisième acquis de la décision : le dessin général d'une dialectique de la preuve. Nous pouvons nous contenter de procéder par sondage de ces micro manipulations dont l'existence juridique a été reconnue, avant qu'éventuellement – c'est pour cela qu'il y a dialectique de la preuve – le mise en cause exhibe, par exemple, deux ou trois opérations directionnelles, contrariantes, prises à un moment où il y croyait et dont la somme a réalisé les trois quarts des profits que nous lui reprochons au nom de la manipulation de cours. Une dialectique peut s'engager, encore fallait-il pouvoir commencer à y entrer. C'est donc le troisième apport de la décision Kraay. Je crois avoir dépassé de trois minutes, ce n'est pas bien.

Nous avons commencé sur le *trading* à haute fréquence, toujours nécessairement algorithmique. Nous avons un petit peu élargi le champ mais je crois qu'il faut que nous prenions un petit peu de recul, maintenant peut-être, grâce au Professeur Jacquillat. A ce stade de nos travaux et, au-delà du seul *trading* à haute fréquence, il peut nous proposer une typologie des manipulations de cours, beaucoup plus vieilles que le *trading* à haute fréquence, que le CAC, que la corbeille également et qui préexistent à la plupart des nouvelles technologies mais dont la recherche exige désormais des moyens nouveaux.

**Bertrand JACQUILLAT**

Merci Jean-Claude. Je voudrais, comme Jean-Claude Hassan le rappelait, dire que les manipulations de cours sont consubstantielles aux marchés financiers. D'ailleurs, la littérature française du XIX<sup>e</sup> siècle, les a mises en scène avec des figures romanesques telles que Saccard qui

s'adonnait, vous vous souvenez, à un procédé de la bouilloire qui consiste à répandre des rumeurs pour faire bouger les cours après avoir pris des positions qui auraient profité de la diffusion de ces rumeurs. Ceci étant, c'est un peu une classification « à la papa », par rapport aux deux ou trois exposés qui viennent d'être faits. Il existe dans la littérature académique, effectivement, une typologie des manipulations des cours. Elle a été présentée dans un article datant un peu – 1992, bien avant le *high frequency trading* – dans la célèbre revue *Review of Financial Studies* : « *Stock prices manipulations* » par deux professeurs de Princeton, Allen et Gale, Trois types de manipulation de cours :

- d'abord ce qu'ils appellent *information based manipulation*. Ils regroupent l'utilisation d'informations d'initiés, la manipulation de l'information et la diffusion de la rumeur. Un exemple de ce type de manipulation fondée sur les rumeurs : cet étudiant californien, Mark Jacob qui, en 2000, avait tiré un bénéfice de 210 000 dollars en diffusant de fausses rumeurs sur une revue Internet, où il avait été stagiaire, qui avait été reprises par Bloomberg et qui avait fait perdre à la société en question, Emulex, contre laquelle la rumeur s'était répandue en quelques minutes, la moitié de sa capitalisation boursière soit deux milliards et demi de dollars. Donc premier type de manipulations classiques : c'est le phénomène de la bouilloire magnifié avec les nouvelles technologies.
- Deuxième type de manipulations, selon Allen et Gale, le *trade based manipulation* qui regroupe toute action visant à manipuler les volumes de transactions et donc à modifier la perception de la valeur par les investisseurs. C'était, par exemple, la manipulation des cours de clôture dont Jean-Claude Hassan a parlé tout à l'heure et donc, par réaction, l'introduction d'un *fixing* en clôture. Il y a aussi l'achat de blocs de titres avant qu'une OPA ou une OP soit lancée, qui provoque une hausse des cours, une prise de bénéfice, l'annulation de l'opération. Ceci est assez classique.
- La troisième manipulation dont ils parlent est l'*action based manipulation*. C'est celle qui vient d'être davantage évoquée : la manipulation des cours en trafiquant ou en faussant le carnet d'ordres, en plaçant puis en annulant des ordres. Ce n'est pas forcément illicite de faire cela mais là, nous nous apercevons que nous sommes face, non seulement à des tentatives de manipulations de cours mais aussi à des comportements stratégiques des acteurs, c'est-à-dire d'investisseurs qui cherchent à nuire à d'autres investisseurs en plaçant des ordres massifs qui embouteillent les ordinateurs des plateformes.

Voilà les trois types de manipulations de cours telles qu'elles sont décrites dans la littérature académique.

### **Jean-Claude HASSAN**

Merci beaucoup. J'ai sous les yeux un long papier que Bertrand Jacquillat a préparé en vue de ce colloque, avec le Professeur Jacques Hamon de Paris Dauphine, qui n'a pas pu être là aujourd'hui, et qui aura une postérité dans une revue, avec sa bibliographie, ou sous la forme de plusieurs papiers de dimension plus modeste. Je tenais à mentionner effectivement ce travail commun en amont de l'intervention de Bertrand Jacquillat.

Bruno Gizard, vous n'êtes pas membre de la Commission des sanctions, du moins pas aujourd'hui, pas à cette heure-ci. C'est en tant qu'ancien régulateur que vous pourriez peut-être nous faire partager votre réflexion sur les incidences, pour le régulateur, de cette évolution des marchés vers

toujours plus de vitesse des transactions, plus de quantité d'ordres émis – peut-être pas exécutés mais surtout émis – et enfin, de réduction des coûts de transaction.

## **Bruno GIZARD**

Merci, je pense que vous avez tous été frappés, comme moi, par l'ampleur des investigations auxquelles le Service des enquêtes doit se livrer pour arriver, d'une part à déceler qui est à l'origine de l'ordre, d'autre part à rassembler un certain nombre d'indices qui vont permettre de considérer que le comportement de cet émetteur d'ordres est répréhensible au regard de la manipulation de marchés et pour aboutir, finalement, à une décision se traduisant par une sanction, en l'occurrence, de 10 000 euros, dont nous pouvons nous interroger sur le caractère dissuasif.

La réflexion qui vient immédiatement à l'esprit est de se dire : si nous demeurons dans un face à face entre le régulateur et les auteurs de ces activités, qui ont pour objet de tromper, manipuler le marché, donner une fausse image du carnet d'ordres, nous pouvons craindre que le régulateur soit toujours en retard par rapport à l'agilité des investisseurs faisant usage de techniques de plus en plus sophistiquées pour essayer de parvenir à leur fin.

Je pense que le régulateur n'est pas seul. Il n'est pas seul et je crois qu'il faut absolument prendre en compte le fait qu'il n'est pas seul chargé de veiller à l'intégrité du marché. Il y a d'abord les membres du marché, par lesquels nécessairement sont passés les ordres, qui doivent être mis en responsabilité. Le règlement général, dans son article 314-3, exige de tout prestataire qu'il favorise l'intégrité du marché. Tout le chapitre 8 des règles d'Euronext – qui a fait l'objet d'une approbation par le régulateur – est consacré aux règles de conduite que doivent respecter les membres du marché, quelle que soit leur localisation : vous savez très bien que bon nombre des membres du marché d'Euronext Paris ne sont pas des prestataires de services d'investissement français, ils sont localisés à Amsterdam ou ailleurs, peu importe aujourd'hui. Ils ont le bénéfice du passeport. Ce chapitre 8 précise : « *dans le cadre de leur activité pour compte propre, ou pour compte de leurs clients, les membres prennent les mesures appropriées pour prévenir et s'abstiennent d'adopter ou de sciemment faciliter les comportements tels que : produire des ordres artificiels, avoir un comportement donnant, ou dont il y a lieu raisonnablement de croire qu'ils donnent une impression fausse sur le marché, ou le cours d'un instrument financier* ». Il est ajouté : « *tout membre doit avoir un système de contrôle interne adapté, pour s'assurer, dans la mesure du possible, que cette activité ne nuit pas à l'intégrité du marché* ».

Depuis 2009, une nouvelle technique s'est développée pour gagner encore quelques microsecondes. L'entreprise de marché, avec l'accord du Collège des régulateurs, a permis à ses membres de ne pas filtrer en amont les ordres de certains de ses clients, alors appelés les participants sponsorisés. Les ordres de ces derniers arrivent directement sur la plateforme de négociation mais, il est bien prévu que le membre sponsor doit disposer d'un système de traçabilité et de contrôle devant lui permettre de vérifier que les ordres en cause n'ont pas été susceptibles de porter atteinte à l'intégrité du marché.

Vous le constatez, la responsabilité du membre, par lequel passent les ordres litigieux, est engagée. A mon sens, la surveillance du marché, lorsqu'elle détecte une anomalie, ne doit pas se contenter d'essayer de trouver l'auteur des ordres et de rassembler les indices pour estimer qu'il y a, ou qu'il n'y a pas eu, manipulation de marché. Je crois qu'il faut aussi demander des comptes à l'intermédiaire par lequel ces ordres sont passés. Par exemple, quel contrôle a-t-il opéré quant à la légitimité des annulations aussi rapides – il ne peut que les constater – passées par son

intermédiaire ? A lui de prouver qu'il s'est bien acquitté des diligences attendues de son statut. Je note d'ailleurs, avec plaisir, que le projet de révision de la directive MIF, dans son article 13, consacré aux systèmes de transmission électronique d'ordres, précise que les PSI sont susceptibles d'offrir à leurs clients de tels systèmes, mais il est écrit qu'alors le PSI doit disposer d'un système permettant de contrôler que l'usage du système n'est pas de nature à engendrer un abus de marché. Je sais bien que le prestataire de services d'investissement, l'intermédiaire par lequel passent les ordres, est toujours dans une situation un peu difficile quand il s'agit de mettre en cause son client, celui qui lui verse des courtages. Mais, il est une disposition qui permet, à mon sens, de surmonter cette difficulté. Elle existe aujourd'hui dans le droit positif : la détection des transactions suspectes. Autrement dit, à mon sens, il incombe au membre du marché, par lequel passent les ordres, de s'interroger sur la légitimité de tels ordres, de telles annulations aussi rapides. S'il estime qu'il y a, probablement, manipulation de marché alors, il lui suffit, comme il en va en matière de manquement d'initié, de prévenir le régulateur qui aura du coup davantage de possibilités, de facilités, pour faire ses propres investigations.

Deuxième institution qu'il faudrait aussi interroger, c'est l'entreprise de marché. Bien sûr, les règles établies par ses soins existent – et j'en ai cité quelques unes – mais il lui incombe de contrôler qu'elles sont bien respectées par ses membres. Là encore, il lui incombe – je sais que c'est de temps en temps le cas – de signaler au régulateur les cas lui paraissant quelque peu douteux, à charge alors, pour le régulateur, pour les équipes de l'AMF, d'orienter leurs investigations. Vous voyez bien qu'une bonne partie du travail sera déjà fait car il ne s'agit pas simplement de mouliner l'ensemble des transactions, l'ensemble des ordres sur l'ensemble des valeurs cotées, mais là nous aurons une accroche, une focalisation du cadre dans lequel les investigations doivent être menées. A mon sens, la surveillance de l'intégrité des marchés – c'était vrai hier, c'est de plus en plus vrai aujourd'hui – ne peut être de la seule responsabilité du régulateur, sauf à admettre – ce n'est pas un reproche adressé à mes anciens collègues – une forte dose d'impuissance. Les membres du marché et l'entreprise de marché doivent concourir à traquer les comportements qui n'ont pas pour but d'exploiter les opportunités de marché et celles-là sont légitimes. En l'état actuel du droit le *high frequency trading* n'est pas en soi répréhensible. Ce qui l'est, ce n'est pas d'exploiter, c'est de provoquer les opportunités de marché en cherchant à induire autrui en erreur. Il est légitime de placer son petit moulin sur la chute d'eau que nous avons détectée. En revanche, il n'est pas admissible de s'arranger pour provoquer la chute d'eau dont nous allons ensuite tirer parti. Celui qui agit ainsi doit savoir que son comportement pourra être détecté, non seulement par le lointain régulateur mais d'abord, au premier chef, par le membre du marché puis par l'entreprise du marché et *in fine* par le régulateur.

### **Jean-Claude HASSAN**

Merci. Je me tourne vers vous maintenant, Maître, qui êtes en aval, pour que vous nous apportiez votre vision de la manière dont les nouvelles technologies mettent la preuve à l'épreuve, étant entendu que, professionnellement – et c'est pourquoi il est bon que ce soit vous à ce moment précis du débat – vous auriez peut-être plus tendance à repérer nombre de difficultés nouvelles pour l'établissement de la preuve qu'à en omettre.

### **Eric DEZEUZE**

Certainement, Monsieur le Président, mais comme une partie de ces difficultés a largement été abordée, je vais tenter d'éviter, dans le bref temps qui m'est imparti, de ne pas émettre trop de



banalités à haute fréquence. Il est certain que nous sommes confrontés, avec la dématérialisation, l'électronisation des marchés, aux obstacles habituels que tout enquêteur risque de voir se dresser sur sa route lorsqu'il a vocation à tenter de détecter des infractions, des fraudes. Il faut donc essayer de dépasser les difficultés classiques auxquelles sont confrontés ces enquêteurs, ces autorités de poursuite, voire même les autorités de jugement, qui sont liées à l'extraterritorialité d'une partie des fraudeurs et, malheureusement, à la très grande territorialité, nationalité des compétences des enquêteurs et des autorités de jugement. Ce sont des questions absolument classiques.

En revanche, les difficultés où les nouvelles technologies risquent de mettre les preuves à l'épreuve se situent sur trois plans différents. Nous les avons déjà assez largement brossées.

Le premier des obstacles que la nouvelle technologie peut dresser, sur le terrain de la preuve, est la dissimulation de l'opérateur. Nous ne sommes pas ici nécessairement, d'ailleurs, sur un terrain propre aux abus de marché ou aux manipulations de cours. Quelques autres types de fraudes, mettant en œuvre les nouvelles technologies de l'information nous offrent les mêmes illustrations.

Le deuxième obstacle que les nouvelles technologies peuvent dresser, n'est plus la dissimulation de l'opérateur, mais la dissimulation de l'opération frauduleuse elle-même, de l'opération de manipulation.

Le dernier exemple que nous pourrions concevoir, même si nous sommes dans l'ordre de la spéculation intellectuelle, c'est l'exemple par lequel la nouvelle technologie sera convoquée pour mettre en œuvre la fraude elle-même.

- Très rapidement, sur les **techniques de dissimulation de l'opérateur**, nous pouvons être très basiques : la dissimulation de l'identité de l'opérateur elle-même peut être facilitée par l'extraterritorialité que je mentionnais et par le recours aux nouvelles technologies. Vous avez évoqué, Monsieur le Président, l'affaire Kraay dans laquelle il est question de serveurs mutualisés utilisés par toute une série d'opérateurs. Comment déterminer l'opérateur, l'auteur d'opérations douteuses ? Qui utilise un ordinateur derrière un tel serveur ? L'on sait, par ailleurs, que dans des techniques assez classiques de fraude à distance, les opérateurs qui utilisent les outils informatiques vont se connecter sur des serveurs *proxy* situés à l'étranger, de préférence sur des territoires très peu coopératifs en matière judiciaire, où il sera quasiment impossible d'avoir accès à l'information, territoires pour lesquels l'obtention des adresses IP, l'identité électronique du fraudeur, sera particulièrement compliquées à obtenir. Cela a été éprouvé dans des fraudes récentes : même s'il n'est pas ici question de manipulations de cours, est actuellement jugée, au Tribunal correctionnel de Paris, une fraude à la TVA sur le marché des droits d'émission de carbone : certains des opérateurs soupçonnés – ils ne sont pas encore jugés – opéraient depuis des cafés Internet, des cybercafés, depuis lesquels ils se connectaient sur les ordinateurs de négociation, sans pouvoir être identifiés. Nous voyons donc qu'existent des techniques de dissimulation de l'opérateur lui-même.
- Autre modalité d'intervention, d'interférence des nouvelles technologies : ici, c'est **l'opération potentiellement frauduleuse qui sera elle-même dissimulée**. Interviennent ces fameux logiciels de *trading* à haute fréquence, ou ces algorithmes de *trading* pour lesquels il n'y aura pas nécessairement une manipulation procédant du logiciel lui-même – nous y viendrons – mais pour lesquels, en tout cas, l'avalanche d'ordres générés par ces

logiciels noiera des ordres suspects dans la masse. Quand bien même l'analogie que je vais vous soumettre n'a pas trait à une fraude, ou une fraude suspectée, le régulateur américain s'est véritablement posé la question de cette impossibilité-même d'accéder aux données, aux ordres qui ont pu déferler vers les ordinateurs centraux de la place de marché, à l'occasion du *flash crash* du 6 mai 2010. Nous savons que la SEC a été même incapable de recueillir l'intégralité des données transmises aux ordinateurs centraux du marché : alors que l'afflux d'ordres aurait été, semble-t-il, provoqué par l'emballement d'un logiciel, d'un algorithme mais qui a adressé des ordres dans une telle masse que la SEC elle-même est incapable d'analyser les données. Vous comprenez qu'un fraudeur mal intentionné peut se servir, comme véhicule de dissimulation, de tels algorithmes d'envoi d'ordres en masse vers le carnet d'ordres.

- Enfin, la technologie peut être un facteur de mise en œuvre de la fraude, à travers la création d'algorithmes frauduleux. Je me livre ici à de la spéculation intellectuelle, mais je pense que c'est une hypothèse qui n'a pas été écartée par la Commission des sanctions à l'occasion de l'affaire Kraay. Parmi les indices permettant de passer du point à la ligne – comme vous l'évoquiez, Monsieur le Président – d'étendre par analogie le soupçon d'une fraude identifiée un jour donné, à toute une période, ou à d'autres titres, la Commission des sanctions – c'est en tout cas la lecture que je fais de la décision – s'est interrogée sur la possibilité d'accéder à un algorithme de *trading*, algorithme qui contiendrait en soi la programmation d'une fraude, d'opérations frauduleuses. Là encore, nous voyons que la nouvelle technologie va susciter un obstacle parce que, pour s'interroger sur cette mécanique frauduleuse, encore faut-il avoir accès à l'algorithme, avec les problématiques de secret professionnel pouvant être opposées, avec les problématiques de coopération entre autorités d'enquêtes, autorités judiciaires qui ne vont pas manquer de se poser si les ordinateurs sont localisés à l'étranger. Et puis surtout, si les enquêteurs ont accès à ce programme informatique, la capacité technique, pour des analystes, de repérer l'algorithme de fraude. Vous voyez que la question n'est pas très simple à résoudre quant à l'identification du fraudeur et celle de la fraude.

### **Jean-Claude HASSAN**

Merci, ou plutôt pas encore parce que, puisque vous posez le problème, vous pourriez peut-être, Maître, être le premier à commencer à y répondre. Nous allons remonter la vague : vous gardez la parole. Quels sont, à vos yeux, les éléments juridiques de ce que nous pourrions appeler l'écosystème de marchés qui sont à modifier, à améliorer, pour empêcher que se multiplient non pas des manipulations de cours, mais des manipulations non repérables ou très difficilement par les autorités de régulation dans leur tâche de surveillance des marchés ?

### **Eric DEZEUZE**

S'agit-il de parler de modifications ? S'agit-il de faire le constat d'un droit positif qui, malgré tout, doit aussi protéger les libertés individuelles et protéger une personne soupçonnée de participer à un mécanisme de fraude, alors qu'elle bénéficie d'une présomption d'innocence ? C'est ici que se présentera une confrontation un peu complexe entre la nécessité de protection du marché et le nécessaire respect des libertés individuelles et des droits fondamentaux. Une distinction s'impose ici entre l'identification des auteurs de la fraude et l'identification de la fraude elle-même.

**L'identification des auteurs de la fraude, d'abord.** Je concevrais mal, et je pense qu'il y aurait de véritables obstacles juridiques, à ce que des présomptions d'imputabilité de fraude soient créées à l'encontre d'auteurs soupçonnés. A cet égard, la Commission des sanctions a pu se pencher sur la question de l'identification des fraudeurs potentiels dans l'affaire Kraay. La Commission a considéré ne pouvoir avoir recours qu'à des éléments de preuve de l'implication de telle ou telle personne dans la fraude, et non pas des présomptions d'imputation de l'opération à tel ou tel acteur. Nous sommes ici sur le terrain, puisque Madame la Présidente Nocquet évoquait la transformation de la Commission des sanctions en un véritable tribunal, de l'intime conviction que tout juge, fut-il juge à la carapace un peu administrative, a la liberté d'employer au moment de forger sa conviction. Encore faut-il que ce juge dispose d'éléments de preuve et il ne peut certainement pas créer des présomptions d'imputabilité, des présomptions de responsabilité d'une personne. Très clairement, le Conseil constitutionnel a affirmé, à plusieurs reprises depuis 1999, la prohibition d'une telle présomption de responsabilité ou d'imputabilité pénale ou quasi pénale, puisque nous savons que nous sommes, à tout le moins en matière pénale, au sens de la Convention européenne des droits de l'Homme lorsque nous nous trouvons devant la Commission des sanctions. Quant à cette responsabilité de l'opérateur boursier, j'ai beaucoup de mal à concevoir que des présomptions d'imputabilité soient créées.

**Réponse juridique à la difficulté d'identification de la fraude, ensuite.** C'est le passage, Monsieur le Président, du point à la ligne que vous évoquiez. L'identification d'une fraude un jour donné, pendant une période donnée de la journée, sur un titre donné, peut-elle être transposée à des fraudes sur une période plus large et sur d'autres titres ? Là aussi, nous pouvons concevoir que des présomptions auraient vocation à être créées. Nous y reviendrons au cours de ces débats, je le pense : la FSA, a admis la possibilité de déduire d'une fraude, constatée sur un titre pour une courte période donnée, une petite heure d'une journée donnée, l'existence de la fraude sur une période plus vaste d'une année. Cette solution a été retenue par la FSA dans deux décisions, prononcées à peu près en même temps que la décision de la Commission des sanctions dans l'affaire Kraay, dans une affaire Swift Trade, le 4 mai 2011 et, le 14 juin 2011, dans une affaire visant un opérateur, personne physique, Monsieur Alexander. Nous savons en revanche que ce n'est pas, très clairement, la voie qu'a adoptée la Commission des sanctions. Celle-ci considère que le fraudeur d'un jour n'est pas fraudeur toujours et qu'il importe, si l'autorité de poursuite veut essayer de bâtir la preuve d'une fraude globale à partir d'un indice de fraude sur un titre, un jour donné, d'étoffer la démonstration de ce que la fraude a pu intervenir au-delà de ce titre et de cette journée.

Vous l'avez souligné, Monsieur le Président, par quels biais cette démonstration pourra éventuellement intervenir ? La Commission des sanctions nous répond : par le biais de sondages ponctuels. Retrouvons-nous à travers ces sondages le *trading scheme* le schéma de *trading* considéré comme frauduleux, à d'autres périodes de la journée par exemple, sur d'autres titres, voire durant d'autres périodes de l'année ? Si tel est le cas, cet indice est-il cependant suffisant ? Je ne suis pas certain que l'identification ponctuelle d'un schéma d'opération durant quelques jours d'une période donnée suffira à caractériser une fraude sur cette période complète, comme semble l'admettre la FSA. Si tel était le cas, d'ailleurs, comment pourrait-on déterminer le profit réalisé par l'opération durant toute la période si les enquêteurs n'ont procédé que par sondage ?

Comment allons-nous, de même, déterminer les droits des victimes ? Comment une victime pourrait-elle s'appuyer sur la décision de l'AMF retenant une présomption de fraude sur une période entière par transposition de sondages ponctuels, pour prétendre qu'elle a été abusée sur la période complète ? Véritablement, je crois que cette transposition recèle des limites.

En revanche, la Commission des sanctions a très certainement ouvert une perspective très intéressante en envisageant de déduire la fraude de l'accès à l'algorithme et de l'identification dans l'algorithme de la mécanique de fraude. Mais nous savons toutes les problématiques que soulève l'accès au programme informatique, notamment lorsqu'il sera hébergé sur des ordinateurs localisés à l'étranger, ainsi que les problématiques liées à la capacité d'analyse, de détection, de la mécanique de fraude programmée dans l'algorithme.

Il y a une dernière question que nous pouvons nous poser, Monsieur Gizard a eu raison de le souligner : ce qui est au cœur, malgré tout, de la définition juridique de la manipulation de cours – mais je suis beaucoup trop long – c'est la volonté d'induire « autrui » en erreur (comme l'exige l'article L. 465-2 al. 1 du code monétaire et financier, pour le délit de manipulation de cours). Nous sommes désormais plongés dans une mécanique de marché qui est un peu folle où, avec le *trading* algorithmique, des robots bombardent d'ordres le carnet d'ordres central et où, de l'image de ce carnet d'ordres, vont découler des réactions d'autres robots, qui à leur tour vont générer de nouveaux ordres. Qui trompe-t-on dans une telle mécanique ? Quelles personnes trompe-t-on ? Qui est « *autrui* » lorsque ce sont des machines qui répondent à des machines. Sur le terrain du droit pénal, ou quasi pénal devant l'AMF, il y aura une difficulté d'identifier la personne trompée lorsque seules des machines dialoguent. C'est un des arguments soulevés devant la FSA, par la société Swift Trade et qui a été écarté, à mon avis, un peu trop péremptoirement par la FSA. Cela peut soulever une problématique juridique. Les pénalistes savent que la question a été posée sur le terrain d'autres incriminations, je pense à l'escroquerie notamment. Je crois qu'il y a peut-être des ressources de droit pénal classique qui pourront être utilisées pour apporter une réponse à cette difficulté. Mais pardonnez-moi d'avoir été beaucoup trop long.

### **Jean-Claude HASSAN**

Non, mais vous avez ouvert aussi des abîmes sous nos pieds dont nous sommes bien conscients. Ce qui prouve que la question ne vous était pas posée à contre emploi. Nous allons peut-être passer directement, avant de revenir à vous, Bruno Gizard, au Professeur Jacquillat. Vous êtes à la fois, je crois, par croyance et par tempérament au moins autant attaché à la prévention qu'à la sanction. Peut-être pourriez-vous nous en parler ainsi que de la part que peut prendre, dans cette prévention, la mise à disposition des informations que détiennent les régulateurs.

### **Bertrand JACQUILLAT**

Bruno Gizard a parlé du face à face entre les investisseurs et les autorités de régulation, de la nécessité d'impliquer, dans la recherche de ces fraudes, les entreprises de marché. Je voudrais dire, en introduction, parmi tout ce qui a été dit sur les manipulations, les fraudeurs, la détection de la fraude, qu'un acteur a quand même été oublié. Je prendrai ma casquette d'universitaire pour l'évoquer. Il s'agit des professeurs de finance et la recherche académique.

Je donnerai un seul exemple d'une recherche, assez vieille, qui s'est produite aux Etats-Unis, qui est parue dans une revue d'économie scientifique et qui a révolutionné le Nasdaq. C'était l'observation, par deux universitaires – je vous livre la conclusion de cette étude – que les fourchettes de prix du Nasdaq étaient fréquemment un multiple pair de l'échelon de cotation du *tick* et très rarement un multiple impair. Après avoir cherché les raisons pour lesquelles c'était comme cela, ils ont trouvé pour seule explication plausible une entente entre les *market makers* qui, effectivement, pratiquaient des fourchettes un peu plus élevées que la valeur concurrentielle de ces fourchettes. Cet article a été lu par l'Autorité des marchés financiers américaine, la SEC, qui a

procédé à ces enquêtes, par le Congrès américain qui a relayé cette hypothèse d'entente, ce qui a coûté un million de dollars au Nasdaq mais qui, en fait, l'a poussé à avoir un carnet d'ordres électronique. Cela a abouti à une transformation de ce marché qui est très connu. C'est un exemple mais il y en a beaucoup d'autres.

Je dois dire que, par rapport aux fonctions que j'assumais il y a 20 ou 25 ans lorsque j'avais créé, avec la SBF, une base de données boursières en tant que Président de l'Association française de finances, je constate qu'il y a une énorme détérioration des informations mises à disposition des chercheurs. C'est dommage parce que la recherche universitaire est altruiste et les objectifs des universitaires sont d'être publiés et non pas de gagner de l'argent : cette recherche ne coûte pas très cher à ceux qui veulent bien fournir de l'information. Je rappellerai le livre de mes collègues du Cercle des économistes, David Thesmar et Augustin Landier, qui ont publié un livre « La Société translucide » et ils ont un chapitre à la fin de leur ouvrage : libérez l'information. Je les cite : « *de nombreuses données dorment, comme du minerai inexploité, dans le secret des institutions qui les collectent, de l'INSEE à l'INA en passant par la Banque de France* ». Ils auraient pu y ajouter l'Autorité des marchés financiers ou les entreprises de marché comme détenteurs de données micro économiques qui, par la loi ou le règlement, reçoivent beaucoup de données des émetteurs, des entreprises de marchés. Peut-être qu'il y en a tellement qu'elles ne sont plus gérables mais, en tout état de cause, nous universitaires ou ceux qui font de la recherche au sein des universités, avons de moins en moins, à notre disposition, de données concernant les opérations sur titres, les dirigeants, concernant la publication des transactions, des ordres, des carnets d'ordres, des contrats de liquidité, les rachats d'actions par les entreprises. Je pense qu'encore une fois, la seule idée que je voudrais apporter à ce débat serait d'intégrer davantage ces jeunes économistes financiers – de plus en plus nombreux, compétents et motivés – comme acteurs de la détection de manipulation, ou de fraude éventuellement. Merci.

### **Jean-Claude HASSAN**

Merci beaucoup.. Bruno Gizard, dans la ligne peut-être de ce que vous évoquiez tout à l'heure, pourriez-vous (brièvement, car je reçois des regards furieux : l'heure passe. Ou plutôt je les imagine. La lumière empêche de les voir mais je les devine) vous placer peut-être maintenant sur le terrain de la prévention, dans le sens de l'implication des autres acteurs de marché que vous évoquiez tout à l'heure.

### **Bruno GIZARD**

Brièvement, je vais d'abord rêver un peu. Je rêve que tous les acteurs de marchés suivent le conseil de Stephen Green, l'ancien président d'HSBC, maintenant ministre britannique du Commerce et qui écrit, en rendant compte de son expérience notamment au travers de la crise de 2007-2008 : « *nous devons pouvoir nous regarder dans la glace et nous demander : ce que je fais contribue-t-il au bien être commun ?* » Je rêve qu'une telle question ait pu être posée, par exemple, avant qu'une entreprise de marché n'organise la colocation – évoquée par Arnaud – d'emplacements situés à proximité de ses ordinateurs pour permettre à ceux qui en ont les moyens – seulement à ceux-là – de transmettre et d'annuler les ordres plus vite que les autres. Je rêve que nous nous interroguions sur le rapport au bien commun, de ne facturer ni les ordres, ni leur annulation, de ne pas exiger un minimum de temps entre le moment où nous émettons un ordre et celui où nous l'annulons, etc.

J'ai bien conscience de rêver. Nous ne sommes pas dans le domaine de la bioéthique qui, confrontée au développement des technologies, a donné lieu à la création d'un Comité consultatif

pluridisciplinaire dès 1983, pour essayer de résoudre les problèmes que posait l'entrée des technologies dans ce monde de la médecine. Je crois qu'il vaut mieux faire preuve de réalisme et admettre, comme l'ont montré depuis longtemps les travaux d'un Jacques Ellul, que la technique a pris son autonomie, qu'elle domine l'homme et qu'il est vain de vouloir endiguer cette course à la performance, puisque tout ce que nous pouvons faire, nous le faisons.

Sommes-nous totalement démunis ? Il me semble que non quand même. Voici quelques années, l'activité de réception-transmission d'ordres était quasiment libre. Puis, nous avons constaté qu'elle avait un lien avec la protection du client et avec l'intégrité du marché. Nous l'avons donc régulée. Un peu plus tard, il en est allé de même pour le conseil en investissements financiers : c'était totalement libre et puis, en France en 2003, nous avons commencé à la réguler. Nous pouvons dire la même chose pour l'analyse financière qui a été, pendant des années, librement exercée jusqu'au moment où nous l'avons encadrée, régulée. J'observe que, dans plusieurs de ces cas, nous avons commencé par faire une réglementation en France et elle a été étendue à l'échelon européen. Je me demande si l'heure n'est pas venue de soumettre à un minimum de régulation, sinon les concepteurs, au moins les utilisateurs des systèmes informatiques permettant de déclencher automatiquement des ordres exploitant les opportunités de marché, bien sûr, seulement lorsque ces utilisateurs ne sont pas déjà régulés tels que les prestataires de services d'investissement. La régulation pourrait être légère, dans un premier temps, reposant sur un régime déclaratif auprès du régulateur, via l'intermédiaire en charge de l'exécution de l'ordre. La déclaration pourrait être assortie d'un engagement de ne pas faire usage de l'outil pour donner une indication fausse, ou trompeuse, au marché.

Bien entendu, j'ai bien conscience que nous ne réglerons pas tous les problèmes de manipulations par ce moyen, mais je crois qu'une telle approche aurait le mérite de sensibiliser les utilisateurs, comme les concepteurs de tels outils, que la recherche du profit ne peut tout légitimer. Bien entendu, et je terminerai par là, dans ce domaine comme dans bien d'autres, une telle exigence ne porterait pleinement son effet qu'adoptée à l'échelon international.

### **Jean-Claude HASSAN**

Merci beaucoup. Nous allons à nouveau nous tourner vers vous, pour ce second tour de parole. Quels sont, Sophie Baranger, les méthodes d'enquête ou les champs d'enquête, que vos services envisagent de développer pour mieux appréhender les agissements dont nous avons parlé aujourd'hui ? En quoi cette extension des champs d'enquête, ou des méthodes, vous différencient-elles ? Il y a peu de décisions prises par les autorités étrangères : nous les avons évoquées tout à l'heure, vous allez peut-être nous en parler un peu plus longuement. En quoi y a-t-il différenciation des approches ?

### **Sophie BARANGER**

Je crois que nous essayons de développer deux pistes essentielles : notre assimilation complète et parfaite de la jurisprudence Kraay, pour bien pouvoir l'anticiper dans le cadre de nos dossiers en cours ; nous essayons également de collaborer avec nos homologues étrangers, pour échanger avec eux et tirer le bénéfice de leurs bonnes recettes et j'évoquerai aussi Swift Trade et la décision de la FSA ; le point supplémentaire, et je rejoindrai Bruno dans son rêve, je compte beaucoup sur l'évolution de la réglementation pour nous faciliter grandement le travail.

Je reviens rapidement sur ces trois pistes.

1. L'assimilation de la jurisprudence Kraay et notamment le fait que, dans sa décision, la Commission des sanctions a mis en avant la pratique du faisceau d'indices, que nous utilisons en général pour les enquêtes d'initiés, dans le cadre de la recherche de la preuve pour les manipulations de cours. D'ailleurs, déjà auparavant d'autres décisions semblaient faire référence à cette méthode de faisceau d'indices : je pense à Zhang, à SAFE où effectivement nous avons, dans le corps du rapport, développé certains exemples de façon très précise et plus longuement dans des annexes des tableaux et des données chiffrées pour asseoir, sur une période plus longue, la manipulation.

Pour Kraay, nous avons essayé de travailler de cette façon-là. Effectivement, le rapport démontrait une manipulation d'une valeur pendant un quart d'heure. Cela a été admis par la Commission des sanctions, sur un titre. Une annexe détaillait, de façon un petit peu plus précise, les manipulations lors d'une journée sur une heure et une valeur et renvoyait à d'autres annexes pour d'autres valeurs sur lesquelles la manipulation avait été observée, avec des éléments chiffrés qui avaient été donnés, comme des parts de marché à l'achat et à la vente pour les ordres et les transactions, des taux d'annulation, des nombres de décalages de fourchettes réalisés, les profits réalisés par valeur, etc. Cela n'a effectivement pas été jugé suffisant par la Commission des sanctions pour constituer un véritable faisceau d'indices suffisamment structuré. Nous allons, bien entendu, essayer d'établir d'autres éléments sur la base de la décision et des apports de la décision Kraay en complétant peut-être cette étude par des nombres d'ordres entrés dans le carnet pendant un bref laps de temps, des impacts sur le cours, l'existence de renversements de positions sur de courtes durées, etc. Effectivement, il est véritablement inconcevable de traiter, ordre par ordre, l'ensemble des séances, le nombre d'ordres ayant fortement cru. J'évoquais tout à l'heure Zhang ; dans ce dossier, l'individu passait environ 35 000 ordres sur Euronext, sur 14 valeurs en huit mois. A titre de comparaison, dans un dossier de *trading* à haute fréquence, le *trader* a saisi plus d'un million d'ordres sur une valeur, en une journée. Les rapports sont quand même assez différents.

2. En revanche, la piste qui consiste à essayer de mettre la main sur les codes et analyser les codes nous intéresse bien sûr mais nous pose des difficultés pratiques très importantes. Déjà, dans un premier temps, nous ne régulons pas toujours les acteurs en question. Nous sommes face à des membres de marchés, non PSI, que l'AMF ne régule pas ou qui ne pas régulés par une autorité européenne, par exemple. Pourtant, l'intervenant a des activités qui interagissent sur le marché français. Nous avons donc cette première difficulté : nous n'avons pas la main sur l'intervenant en question. Nous n'avons pas beaucoup d'homologues européens ou internationaux qui ont pu faire ce type de démarche. Au contraire, aux Etats-Unis, la FINRA qui a la chance de réguler ces intermédiaires ne les a pas sanctionnés sous l'angle de la manipulation de cours mais davantage sous celui du non respect des obligations professionnelles, peut-être parce que la situation est par trop complexe, à la lumière de ce qu'indiquait Bruno tout à l'heure. Néanmoins, la sanction est moindre.

Ce qui est intéressant aussi c'est que la FINRA a communiqué, courant septembre, sur le fait qu'il était très difficile, même pour elle qui régule les acteurs, d'obtenir les codes pour des raisons de confidentialité parce que, bien entendu, le développement de ces algorithmes est le nerf de la guerre. Ils sont très onéreux à développer. De façon très nette, dans son communiqué, la FINRA indique que les intervenants qui pourraient être mis en cause

craignent que les personnes côté FINRA – côté régulateur -, lorsqu'ils rejoindront le privé, partent avec les codes. C'est dit à peu près comme cela dans le communiqué. C'est assez intéressant. C'est une piste que nous empruntons bien sûr mais qui n'est pas exempte d'embûches et d'obstacles, pour les équipes, dans sa mise en œuvre.

Nous évoquions, avec Eric Dezeuze, la décision très intéressante qui montre d'autres façons de raisonner au niveau européen, avec la décision Swift Trade du 31 août, par la FSA. Elle a été très précise en disant qu'elle sanctionnait pour huit millions de livres cette société canadienne, pour des manipulations sur le London Stock Exchange intervenues en 2007. Des ordres massifs étaient entrés dans le carnet et donnaient une fausse impression – le même schéma – à l'achat ou à la vente. Donc les cours décalaient et de plus petits ordres étaient passés en sens inverse, étaient exécutés après décalage et les gros ordres étaient ensuite annulés. Nous retrouvons un mécanisme tout à fait similaire. Chaque décalage était faible, bien entendu, mais répété là aussi à plusieurs moments de la journée, sur plusieurs valeurs, de façon industrielle. Nous avons essayé de reconstituer, grâce à la décision de la FSA, la plus-value : nous avons à peu près deux millions de livres de plus-value dans cette affaire sanctionnée à hauteur de huit millions de livres.

La question de l'imputabilité, qui est un de nos soucis, était assez intéressante. Dans cet exemple, nous avons une société qui intervient via 50 « clients » implantés dans 50 pays, ces clients employant eux-mêmes 3 000 *traders*, tous indépendants les uns des autres. Néanmoins, ils semblaient tous contrôlés par le propriétaire de Swift Trade, de façon indirecte. La FSA a considéré que Swift Trade dirigeait cette activité de manipulation, en fournissant la plateforme de *trading*, les accès, en diffusant une stratégie, etc. Des éléments qui permettaient de déterminer que ces entités, qui semblaient indépendantes les unes des autres, étaient contrôlées et fonctionnaient en vue d'atteindre un objectif commun. Le droit anglais est, bien entendu, assis sur la directive « abus de marché » mais la FSA a le pouvoir de sanctionner également toute personne qui en a encouragé une autre à avoir un comportement qualifiable d'abus de marché. La FSA a utilisé un faisceau d'indices pour démontrer que les ordres étaient passés par des *traders*, sur instruction de Swift Trade.

L'autre point, et je m'arrêterai là sur cette décision, c'était la caractérisation. Ce qui est intéressant dans cette décision c'est que, en annexe, la démonstration qui est faite sur la manipulation s'effectue à partir d'un seul cas de *layering*, pour un seul titre, sur un jour, sans quantifier la plus-value et la manipulation a été démontrée sur la base des ordres passés par l'ensemble des *trader* et non office par office, bureau par bureau et ni individuellement par *traders*. En résumé, je dirais que cette décision a été assez intéressante puisqu'elle mettait en avant une approche vraiment maximaliste de la manipulation de cours, avec un mode de preuve plutôt indirecte et une imputabilité par ricochet.

3. Pour conclure, je rejoins Bruno lorsqu'il disait qu'il rêvait. Je compte bien entendu beaucoup sur l'évolution des textes, de la MIF en particulier, pour que nous puissions avoir des données de l'ensemble des plateformes, dans des conditions de qualité suffisante pour pouvoir nous permettre d'effectuer nos analyses de façon précise sur l'évolution de la directive « abus de marché », pour introduire la tentative de manipulation de marché qui est intéressante aussi et qui peut nous permettre de sanctionner plus facilement des comportements pathogènes liés à ces algorithmes et embrasser, de façon plus large en fait, l'ensemble du dispositif.



Voilà. J'ai déjà été trop longue, je m'en excuse auprès du président de la table ronde.

**Jean-Claude HASSAN**

Merci beaucoup. Je souffre un peu parce que j'étais en train de parcourir les notes prises en vue de faire une synthèse. Mais qui serait une trahison. Je ferai peut-être plutôt l'offrande du temps de la synthèse au temps suivant, déjà bien abrégé, celui des questions. C'est bien entendu la salle qui a la parole en premier et c'est seulement dans un deuxième temps que seront posées d'éventuelles questions de ce côté de la table, où les interpellations trouveront leur place, s'il reste quelques minutes. Monsieur Ferri au deuxième rang.

**QUESTIONS/REPONSES**

**Alain FERRI**

J'ai été très impressionné par ce que nous a dit Bruno Gizard à propos de la responsabilité des membres du marché dans les cas concernés et aussi par le fait que la FSA a sanctionné Swift Trade, intermédiaire par rapport aux ordres précédents. Je me demande si l'AMF ne devrait pas poursuivre le membre du marché dans un cas de ce genre, contrairement à ce que Sophie Baranger nous a dit tout à l'heure quand le donneur d'ordres est aux antipodes, on ne sait pas où, on ne peut pas le poursuivre.

**Jean-Claude HASSAN**

C'était une question adressée, je crois.

**Bruno GIZARD**

Oui, vous partagez effectivement l'idée que le membre du marché, par lequel sont passés ces ordres, aurait pu, raisonnablement, constater qu'un certain nombre d'indices de manipulation étaient réunis. La charge, à mon avis, lui incombe de prouver qu'il a fait les diligences nécessaires pour essayer de déceler – cela ne veut pas dire une obligation de résultat, nous sommes tout à fait d'accord – si les ordres et les transactions en question n'étaient pas des manipulations, de prouver qu'il a bien mis en place le dispositif de contrôle nécessaire. A partir du moment où il ne serait pas en mesure d'apporter la preuve qu'il a fait les diligences requises, il me semble que sa responsabilité est effectivement à engager, au regard en particulier de ses obligations professionnelles.

**Jean-Claude HASSAN**

Je ne sais pas si j'ai le droit de poser une question. Dans le doute, je le prends. C'est uniquement parce qu'elle est dans le prolongement de ce qui vient d'être dit, parce que les interpellations, c'est ensuite. Dans l'affaire Kraay, dont nous avons parlé, est-ce que ce que vous dites à l'instant aurait pu avoir des conséquences ?

**Bruno GIZARD**

Je ne peux pas vous dire. Je n'ai pas participé.

**Jean-Claude HASSAN**

Vous l'avez lue !

**Bruno GIZARD**

Oui, nous l'avons lue. Effectivement, ce qui apparaît dans l'affaire Kraay c'est que le Service des enquêtes s'est trouvé en difficulté parce que le membre du marché n'avait pas conservé la traçabilité des ordres. Je parle sous le contrôle de Sophie. Il y a quand même là un problème !

**Jean-Claude HASSAN**

Etait-il dans la juridiction de l'AMF ?

**Eric DEZEUZE**

Je crois deviner que, en effet, il était territorialement situé à l'extérieur de cette juridiction. Mais, a priori, comme membre du marché, il ressortit à la compétence de l'AMF. La question peut se poser. Il y a véritablement une difficulté lorsque nous sommes confrontés à des opérations ponctuelles : nous avons vu l'instantanéité de la passation d'ordres : très certainement le membre du marché, le prestataire de services d'investissement par le biais duquel les ordres sont transmis au marché, ou en tout cas qui offre une plateforme électronique permettant à ses clients de passer directement leurs ordres par le marché, ne pourra pas voir passer le train à très grande vitesse mais il pourra ensuite, à l'analyse, en déduire des soupçons d'opérations suspectes et pourra les reporter au régulateur AMF. Où la question de la mise en œuvre de l'obligation de vigilance, voire de filtrage des ordres devient très compliquée, c'est au regard de la faible capacité qu'a ce membre du marché d'identifier en temps direct et d'interrompre des ordres qui instantanés, pourraient a posteriori paraître suspects ?

C'est sur ce terrain que la mise en œuvre d'éventuelles obligations du membre du marché semble très complexe, puisque ce membre est confronté à des ordres « flash ». Sa vigilance pourra certes être attirée, lorsque de tels ordres sont répétés de manière mécanique et traduisent un schéma de *trading*. Mais, saurait-on sur quelle manipulation instantanée, intervient ce schéma, alors même que le Service des enquêtes de l'AMF a eu du mal à mettre la manipulation en évidence dans sa continuité ? Ce n'est pas pour rien, je crois deviner, que dans l'affaire Kraay Trading, vu l'ampleur des données à analyser, les enquêteurs se sont focalisés sur une petite heure, je crois même un quart d'heure, dans une journée. Comment reprocher aux membres du marché, aux prestataires de services d'investissement, d'être incapables d'analyser les opérations pour les suspecter d'être frauduleuses et les interrompre ? Envisager leur responsabilité face à de telles opérations supposerait que l'on reconfigure les obligations des membres de marché.

**Sophie BARANGER**

Juste pour compléter sur ce point. Le sujet n'avait pas échappé aux services, à l'époque. Il nous semblait plus judicieux de transmettre le rapport d'enquête, comme nous le faisons dans ce cas-là, à l'autorité compétente européenne, bien entendu. Puisque tout le monde sait que c'est public, l'AFM aux Pays-Bas était concernée. Nous attendons de connaître les suites données à ce transfert de dossier.

**Jean-Claude HASSAN**

Mais les obligations existent en matière de conservation de données.

**Sophie BARANGER**

Bien sûr ! Mais c'est sanctionné, je pense. L'absence de conservation de ces données est sanctionnée par 20 000 euros d'amende. Vous avez vite fait le poids bénéfice-coût.

**Jean-Claude HASSAN**

C'est-à-dire le double de la sanction Kraay. Je crois qu'il y a une deuxième question, au bord de la deuxième allée.

**Bertrand de Saint Mars**

Ce n'est pas en fait une deuxième question, mais la poursuite de celle-ci. Nous sommes en train d'évoquer une solution qui consiste à reporter sur les intermédiaires de marché, une fonction de contrôle dont l'AMF nous a exposé, à raison, qu'elle était extrêmement compliquée à mettre en œuvre. Il me semble qu'il est un peu illusoire d'escompter que ceux-ci pourront le faire plus efficacement que les régulateurs. Est-ce que la solution n'est pas plutôt celle qu'évoquait, par ailleurs, Bruno Gizard, qui consiste à demander à ces acteurs particuliers, compte tenu actuellement des questions qu'ils suscitent, une forme d'agrément fondant ensuite la capacité du régulateur à aller éventuellement rechercher leur responsabilité ? Cela me paraîtrait plus commode.

**Bruno GIZARD**

Elles ne sont pas exclusives l'une de l'autre.

**Jean-Claude HASSAN**

D'autres questions ou interventions peut-être ?

**De la salle**

Une question me hante depuis le début de votre réflexion. Nous aimerions savoir quelle est votre vision de l'utilité du *trading* haute fréquence. Selon l'idée que nous nous en faisons, découlera la réglementation que nous pouvons mettre en place. Je serai intéressé par la position ou la vision du régulateur et des autres participants.

**Jean-Claude HASSAN**

Si je vous disais que nous sommes pris par le temps, ce ne serait pas convenable. Que nous sommes renvoyés à la pause, non plus mais c'est déjà une nouvelle plus agréable. Qu'en tout état de cause, le programme, tel que nous l'avons figé dans le carton, est modifié puisque, comme cela vous a été dit, le président de l'AMF, qui faisait partie des personnes auxquelles nous nous adressions aussi, interviendra bientôt. Je crois quand même que des réponses peuvent aussi être apportées depuis la salle.

**Thierry FRANCO, secrétaire général, AMF**

Je pense que nous pourrions en parler pendant une heure. En deux mots, sur les marchés nous avons toujours connu des progrès de ce type, des progrès techniques pour aller plus vite, faire moins cher, pour chaque transaction. En théorie, tous les livres d'économie vous disent que c'est effectivement positif. Le sujet, qui n'est pas simple à régler, est que nous savons bien que pour toute forme d'excès, intuitivement, il y a un moment probablement où ceci va trop loin. Comment essayer de le quantifier ? C'est de cela dont il est question aujourd'hui et qui fait débat. Il y a la recherche. J'ai déjà proposé d'ouvrir nos données à la recherche sur ces sujets. Nous avons un travail à faire sur ce plan parce que nous ne pouvons pas décréter que l'innovation est mauvaise. Vous pouvez essayer tous les scénarios, ce n'est pas possible. Nous ne pouvons pas partir de ce principe. Il faut le prouver, déterminer scientifiquement le moment où il faut arrêter cette course.

Et puis, vous avez une approche plus économique et nous nous faisons un peu le chantre de cela. Elle est face à une amélioration potentielle du fonctionnement du marché, mais elle est sans doute de plus en plus limitée. Quel est le coût de l'ensemble du système pour le supporter ? Vous avez les coûts informatiques : il faut investir. Les entreprises de marché qui investissent pour avoir la capacité d'avoir tous ces ordres, utilisent de l'argent payé ensuite par l'ensemble des clients. Vous avez le coût économique pour tous les grands *brokers*, pour s'adapter à cette situation. Vous avez, et c'est tout à fait négligé aujourd'hui, le coût de la régulation elle-même : c'est à prendre en compte. Tous les développements que nous faisons, et même presque ce colloque. Les régulateurs doivent passer du temps sur ce sujet et dépenser de l'argent. Il faudra essayer et c'est ce que nous essayons de faire petit à petit, de dresser un tableau économique des coûts et des avantages de cela, pour arriver, *in fine*, à probablement, j'espère, des décisions qui viendront limiter la vitesse peut-être, ou d'une manière ou d'une autre, qui reste à déterminer. Cela dit, malgré toutes les réflexions ici, nous ne reviendrons pas aux ordres à la main, il ne faut pas rêver. De toute façon, nous serons, dans une certaine mesure, confrontés à ces sujets-là. Nous ne pourrions pas les écarter.

**Claude NOCQUET**

Je suis très séduite par ce qu'a dit Monsieur Gizard, notamment sur la responsabilité de ce que j'appellerai l'hébergeur, le facilitateur. Il me semble qu'à partir du moment où nous soumettrions cet hébergeur à un agrément, et à un minimum de règles à respecter, ne pourrait-il par encourir une double responsabilité ? L'image vaut ce qu'elle vaut, mais je pensais au commissaire aux comptes dans une entreprise. L'obligation du commissaire aux comptes n'est pas que, dans l'entreprise qu'il contrôle, il n'y ait aucun abus de biens sociaux. Nous ne pouvons pas en demander autant. Son obligation est d'exercer un contrôle efficace et de dénoncer ce qui ne va pas. A partir du moment où cet « hébergeur », qui a été agréé et soumis à un minimum de règles, aurait cette double obligation du contrôle d'une part, de la dénonciation d'autre part, là peut-être pourrait se faire jour une responsabilité de cet hébergeur, personne physique ou personne morale, devant laquelle la Commission des sanctions pourrait réagir. Je voudrais, en fin de table ronde, réagir comme l'a fait Jean-Claude Hassan mais de manière très discrète, sur un terme que j'ai entendu dans la vidéo. On y expliquait qu'il serait bien que la Commission des sanctions admette une preuve par analogie. Je voudrais dire que, autant je pense qu'une responsabilité d'un hébergeur sur le fondement de règles et d'obligations qui auraient été transgressées – je vois que Maître Dezeuze est d'accord avec moi, puisque la défense est d'accord avec moi, allons-y – autant cette responsabilité pourrait être mise en œuvre, et de manière très efficace, notamment au niveau des sanctions, autant je nous vois mal, nous qui sommes je crois l'avoir rappelé tout à l'heure des juges, aller au-delà des preuves qui nous

sont données et raisonner par analogie : puisque tu l'as fait hier, tu le feras demain et tu l'as très certainement fait avant-hier, ainsi d'ailleurs que tous ceux qui sont à côté de toi et par conséquent nous allons sanctionner. Je crois qu'il ne faut pas compter sur nous dans cette direction. En revanche encore une fois, il me semble que la piste de l'autorisation et du contrôle de tous ceux qui hébergent et entourent ces robots *traders* pourrait être une piste autrement plus intéressante.

**Jean-Claude HASSAN**

Je crois que nous n'avons plus le temps, mais nous en avons peut-être pour un café abrégé pendant lequel des échanges pour avoir lieu. J'avais une raison pour ne pas conclure, c'est le temps. Une autre, c'est que la table ronde a été l'exploration d'un chantier et qu'une conclusion eut été malvenue. J'en ai une troisième : vous avez pris la parole, Madame la Présidente. Je vous invite, par conséquent, à rejoindre la salle à côté avant de revenir dans vingt minutes, à 16h15 et nous commencerons par écouter le Président Jouyet. Merci.

*Applaudissements.*

*Fin de la première table ronde*

*La séance est interrompue de 15h55 à 16h25*

**Jean-Pierre JOUYET**

Madame la Présidente de la Commission des sanctions, Monsieur le Président Hassan, Mesdames et Messieurs les Membres du Collège et de la Commission des sanctions, Mesdames et Messieurs les Magistrats, chers Maîtres, parce que je connais bien aussi le milieu des avocats et donc je les salue, Monsieur le Secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, cher Thierry, Mesdames et Messieurs, Chers amis,

Je voudrais d'abord m'excuser, comme je l'ai fait auprès de la Présidente qui a bien voulu modifier l'ordre du jour de ce colloque pour me permettre d'intervenir mais, compte tenu de fonctions antérieures, je dois intervenir après à l'ambassade d'Allemagne pour fêter la Fête nationale allemande. Je n'ai pas besoin de vous dire, compte tenu de la situation européenne actuelle, qu'il convient de partager les responsabilités. En tout cas, je ne voudrais pas ajouter au désordre.

Je voudrais remercier Madame la Présidente pour ce colloque et pour cette première table ronde que nous avons écoutée avec beaucoup d'intérêts. Pour ma part, j'ai beaucoup appris des différents intervenants. Je ne doute pas que, dans la seconde, ce sera la même chose notamment avec Monsieur d'Hérouville que je salue. Je voulais vous dire, je le dit à Bertrand Jacquillat avec amitié, parce qu'il le sait, que cela montre bien que les professeurs ont intérêt à être présents dans ce type de colloque parce que là, nous échangeons de vraies informations et de vraies données. Et, je peux dire aux personnes présentes que les données rendues publiques aujourd'hui sont des données internes. Pour le monde académique que vous représentez, avec qui nous tenons, le Secrétaire général, et moi-même à avoir les meilleures relations, ce type de manifestations et de colloques participe aussi du dialogue et de la transmission des données qui sont les nôtres. Vous avez pu vous apercevoir, cher Bertrand, qu'elles étaient déjà assez difficiles à appréhender..

Je m'exprime au nom de l'AMF, qu'il est convenu d'appeler, je le dis devant les nouveaux et anciens membres du Collège que je salue et que je retrouve avec plaisir, l'autorité de poursuite. En tant qu'autorité de poursuite, brillamment exprimée par Sophie Baranger tout à l'heure, nous devons comprendre les motivations des décisions de la Commission des sanctions si nous voulons remplir au mieux notre mission de régulation des marchés, car la possibilité de sanctionner les manquements est – je l'ai toujours affirmée – la clé de voute d'un dispositif de régulation. Si le gendarme de la Bourse ne peut plus sanctionner certains manquements, en raison de l'évolution de la structure des marchés, il faudra trouver d'autres voies pour assurer l'intégrité du marché et réduire, à la source, les risques et opportunités de manquements à la réglementation boursière et financière.

Je reprendrai l'exemple du *high frequency trading*. Nous sommes confrontés à une problématique très simple, que Thierry Francq a soulignée : le gendarme est-il en mesure de courir aussi vite que le voleur ? A l'heure où les transactions sur les marchés d'actions sont réparties sur de multiples plateformes de négociation, où les ordres sont exécutés, ou annulés, nous l'avons vu, en quelques micro secondes – un million d'ordres nous a dit Sophie Baranger pour un opérateur, dans une journée –, où les transactions sur les marchés dérivés se multiplient, la tâche pour les services de l'Autorité des marchés financiers qui traquent les abus de marchés est de plus en plus ardue. Nous avons étendu – vous l'avez vu dans la vidéo – le périmètre des marchés couverts par notre dispositif de surveillance et, grâce à la réforme fort pertinente entreprise par le Secrétaire général, nous démultiplions nos capacités de traitement informatique et recrutons des experts en *trading*

algorithmique. Ces efforts commencent à porter leurs fruits – l’affaire Kraay, dont il a été débattu au cours de la première table ronde, l’a montré – même si je comprends les frustrations que nous pouvons avoir au vu de l’affaire –. Je crois que chacun, dans son rôle, est allé aussi loin qu’il le pouvait. Mais enfin, nous avons quand même, par rapport à ce qui existait, renforcé notre capacité de détection et nous continuons. C’est difficile mais nous l’avons fait.

Les sources d’amélioration de notre dispositif ne sont d’ailleurs pas épuisées puisque, cela a aussi été souligné, nous avons besoin d’un certain nombre d’évolutions réglementaires qui pourraient nous aider à mener nos enquêtes et nos contrôles, avec les meilleures chances de succès ou avec une meilleure efficacité opérationnelle. Ce sont les réformes en cours des directives « abus de marché » et ce sont les propositions importantes que la Commission fera sur la directive Marchés d’instruments financiers.

Tout d’abord, la réforme de la directive Abus de marché. Pendant les négociations à venir, nous plaiderons en faveur d’une possibilité de sanctionner les tentatives de manipulation de cours, non seulement celles qui ont abouti, mais toutes les tentatives. Nous appuierons également les propositions de la Commission visant à étendre le champ des abus de marchés aux marchés de matières premières, aux marchés de gré à gré ainsi que celles conduisant à harmoniser les régimes de sanctions applicables en Europe.

Ensuite, il y a la réforme de la directive sur les marchés d’instruments financiers, la MIF. Il s’agira d’une occasion historique de renforcer l’efficacité de notre dispositif de contrôle et d’enquête et de resserrer les mailles du filet :

- en exigeant des rapports au régulateur de l’ensemble des transactions réalisées sur l’ensemble des instruments financiers. Aujourd’hui, seuls les marchés d’actions sont couverts ;
- en intégrant à ce *reporting* un identifiant client, étape cruciale et, compte tenu de ce qui a été dit, je ne sous-estime pas la complexité de mise en œuvre. Je rappelle qu’aujourd’hui seule l’identité de l’intermédiaire est communiquée à l’AMF. Ce qui fait qu’il y a eu beaucoup de questions – Monsieur Ferri a initié ce débat – sur le rôle et la responsabilité de l’intermédiaire. Il est vrai que cela a été, pour le président du Collège, un débat extrêmement intéressant. Les services doivent procéder à l’interrogation individuelle de chaque intermédiaire – ce qu’indiquait Sophie Baranger – pour identifier les bénéficiaires finaux des transactions et dépouiller à la main l’ensemble des informations reçues.
- Enfin, pour ce qui concerne plus particulièrement le *trading* à haute fréquence, en soumettant les acteurs concernés aujourd’hui, non régulés, à un cadre réglementaire complet qui garantisse, notamment au régulateur, l’accès aux algorithmes utilisés comme cela a été souligné.

Une fois ces réformes engrangées, nos enquêtes et nos contrôles seront, je crois, plus rapides et plus faciles et, de ce fait, plus efficaces et notre arsenal juridique mieux fourni. Pour autant, sera-ce suffisant ? Cela a été indiqué : nous prenons du retard sur les évolutions du marché ; nous nous interrogeons sur notre capacité future à interpréter les algorithmes les plus sophistiqués, à déjouer les manipulations de cours les plus complexes et à réunir des éléments de preuve solides et suffisants, et tout cela dans des délais raisonnables. Alors qu’il nous faut plusieurs mois d’analyse pour démontrer une manipulation de cours faisant appel à des techniques de *trading* traditionnel sur

quelques minutes, est-il raisonnable d'imaginer démontrer d'éventuelles manipulations de cours liées à des pratiques de *trading* à haute fréquence, sur des périodes de plusieurs mois, plusieurs semaines et sur plusieurs valeurs ? Si nous ne parvenons plus à rassembler des preuves irréfutables permettant des sanctions dissuasives, l'intégrité du marché ne pourra être assurée qu'en supprimant, ou limitant, le risque à la source. En un mot, si nous ne pouvons pas contrôler les *high frequency traders*, il nous faudra alors limiter ou supprimer le *high frequency trading*. Nous réfléchissons, d'ores et déjà, au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers, au sein des enceintes de régulation internationales, l'OICV, aux moyens à mettre en œuvre à cet effet.

L'une des solutions serait de rendre les stratégies d'arbitrage du carnet d'ordres moins rentables. Par exemple, en encadrant les pas de cotation ou en décidant de facturer tout ou partie des ordres annulés. C'est un dialogue que nous avons avec les entreprises de marché. Nous demanderons, par ailleurs, dans le cadre des réformes de la directive MIF, que l'Autorité européenne des marchés, l'ESMA, soit dotées du pouvoir d'édicter des standards techniques sur les temps de latence, les pas de cotation ou les structures tarifaires des plateformes de négociation. Ce sont ces évolutions réglementaires qui permettront de limiter vraiment les abus que nous constatons aujourd'hui. Ceci nous permettrait de réagir plus rapidement pour encadrer ces pratiques de *trading* à haute fréquence, si le besoin s'en faisait sentir.

Il y a une autre solution pour rendre moins rentables ces transactions. Elle est plus complémentaire qu'alternative et consisterait à faire aboutir le projet de taxe sur les transactions financières, que la France et l'Allemagne se sont engagées à porter devant l'Europe et que la Commission a proposée la semaine dernière. Sans discuter aujourd'hui des modalités techniques, une telle taxe réduirait la rentabilité des stratégies d'arbitrage et limiterait les incitations au développement du *trading* algorithmique. Aujourd'hui, il est clair qu'il faut rendre moins profitable les transactions dont il est apparu, à travers les échanges que nous avons eu, que leur contribution – pour reprendre la formule de Jean-Claude Hassan citant Stephen Green – au bien commun était limitée. Je le dis clairement, cette taxe représente une opportunité pour mieux encadrer ces pratiques ainsi que celles existantes sur le marché de dérivés qui explose.

Quoi qu'il en soit, ma conviction est claire. Si le développement du *trading* algorithmique rend impossible la détection ou la sanction des abus de marché, nous ne pourrions pas tolérer, pour l'intégrité du marché, les risques qui en découlent et nous devons en tirer les leçons qui s'imposent en limitant, ou interdisant, le recours à ces méthodes de négociation. Bien évidemment, cela doit être fait dans un cadre international, ou a minima européen.

J'indiquais, en introduction de mon propos, que la quatrième édition de ce colloque, tenu et inauguré par le Président Labetoulle et reprise aujourd'hui par la Présidente Nocquet, s'inscrit dans la tradition et la continuité. Elle s'inscrit également dans le renouveau et une certaine forme, Madame la Présidente, d'alternance.

Renouveau de la Commission des sanctions elle-même, qui a accueilli de nouveaux membres, une nouvelle présidente et un nouveau président de section Jean-Claude. Chère Claude Nocquet, il s'agit de votre premier colloque en tant que Présidente de la Commission des sanctions et je vous renouvelle, au nom de notre Collège, les plus vives félicitations. J'exprime mes plus grands remerciements, notamment au nom de l'AMF, à Daniel Labetoulle avec qui nous avons toujours travaillé dans une coordination très étroite et en toute indépendance, j'y reviendrai. Votre nomination, Madame la Présidente, nous donne ainsi l'occasion de fêter une double alternance :



d'une part en raison de la présence d'une femme à la tête de la Commission et, d'autre part, une alternance dans la représentation à la présidence de la Commission des deux grandes institutions de la République que sont le Conseil d'Etat et la Cour de cassation. Bien évidemment, sur les débats entre ces deux juridictions, je serai absolument indépendant et neutre. Par les temps qui courent, je précise tout.

Plus sérieusement, votre nomination est aussi concomitante du renouveau de la procédure de sanctions elle-même, renouveau souhaité de longue date par l'Autorité des marchés financiers, son Collège et sa Commission des sanctions. Avec la publication, le 16 août dernier du décret relatif aux pouvoirs de sanction de l'AMF, et à la procédure de composition administrative, nous arrivons au terme d'un long processus législatif et réglementaire entamé à la fin de l'année dernière, avec l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière. Ces évolutions procédurales viennent, une fois de plus, compléter et améliorer la procédure de sanction de l'AMF. Elles viennent encore ancrer un peu plus, dans le paysage de la régulation financière, le principe d'une sanction administrative autonome, auquel nous sommes très attachés et cela, chère Claude, quel que soit l'appellation que nous donnons, sujet que je laisse au soin du législateur et des magistrats de concrétiser.

Pour l'autorité de poursuite, les vertus de la nouvelle procédure sont au nombre de trois :

- La première vertu, est l'équilibre. Désormais le Collège, en tant qu'autorité de poursuite, sera présent et aura accès au dossier, tout au long de l'instruction de la procédure de sanction. Lorsqu'il l'estimera nécessaire, il pourra formuler des observations écrites pour exposer son point de vue. Son président pourra de même, après avoir obtenu l'accord du Collège, former un recours à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions. J'ai bien entendu, Madame la Présidente, que vous vous en étiez félicitée. Ces nouvelles dispositions permettent ainsi à l'autorité de poursuite de disposer de pouvoirs équivalents à ceux des personnes mises en cause et d'atteindre un juste équilibre des moyens juridiques de chacun.
- La deuxième vertu de la nouvelle procédure est l'efficacité. Grâce à la nouvelle procédure de composition administrative, la Commission des sanctions et les services de l'AMF pourront concentrer leurs moyens sur les affaires les plus lourdes et recourir à la transaction pour les manquements les plus légers. Transaction, je le rappelle, qui restera sous le contrôle de la Commission des sanctions, via une procédure d'homologation de l'accord de transaction. C'est extrêmement important.
- Troisième vertu, la transparence. Il faut que nous soyons clairs, le risque réputationnel n'est pas le moindre pour les sociétés ou les personnes physiques faisant l'objet de procédures de sanctions et les sanctions elles-mêmes ont souvent des vertus pédagogiques d'exemplarité. A ce titre, la publicité des séances de la Commission des sanctions, des décisions de sanctions elles-mêmes et des accords de transactions contribue à renforcer la transparence du dispositif de sanctions de l'AMF et, par là, à renforcer son efficacité. C'est ce dont vous discuterez lors de la seconde table ronde, avec des juristes éminents, Thierry Fossier, ancien président de *la chambre économique et financière à la Cour d'appel de Paris*, et Bertrand de Saint Mars. Si l'intérêt des personnes mises en cause et sanctionnées doit être évidemment pris en compte, il est tout autant primordial, surtout en cette période de crise financière, de redoubler d'efforts pour parvenir à une réelle publicité des décisions, pour des raisons liées

à l'exemplarité et à la vertu pédagogique, mais aussi à l'intérêt général des marchés. Je ne doute pas que, sous l'autorité du Président Fossier, vous nous apportiez des lumières au cours de cette seconde table ronde.

Il nous reste aujourd'hui à utiliser ce nouvel outil au quotidien et à en exploiter toutes les potentialités, avec pour le Collège, deux points d'attention particuliers.

- Le *quantum* des sanctions. En rehaussant à 100 millions d'euros le plafond des sanctions, le législateur nous a envoyé un message clair : les sanctions prononcées doivent être suffisamment dissuasives pour être efficaces. Nous entendons bien utiliser la possibilité, désormais octroyée aux représentants du Collège, de proposer une sanction pour faire valoir nos arguments en la matière. Avec nos collègues, nous sommes déjà engagés sur cette voie et nous avons vu, à travers les débats précédents, que le *quantum* des sanctions reste important lorsque vous avez évoqué une sanction professionnelle de l'ordre de 20 000 euros : est-ce suffisant ? Que faisons-nous s'il y a répétition ? Ce sont des questions tout à fait importantes qui se posent.
- Le second point d'attention est l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs victimes de manquements boursiers. Elle a été trop longtemps la grande oubliée des politiques de régulation financière. Le Collège de l'Autorité des marchés financiers entend bien, en accord avec les conclusions récentes du groupe de travail animé par Martine Ract-Madoux et Jacques Delmas-Marsalet, militer en faveur de la prise en compte de l'indemnisation des victimes, en particulier dans le cadre de procédures de sanction ou de transactions.

Vous le voyez, Mesdames et Messieurs les Magistrats, Madame la Présidente, Messieurs les Présidents, notre agenda est chargé : mise en œuvre des réformes procédurales, poursuite de la réforme du cadre réglementaire, une industrie financière en perpétuelle évolution. Les sujets de débat, Madame la Présidente, ne manqueront pas dans les années à venir et si, d'aventure, vous décidiez, chère Présidente, d'inscrire encore un peu plus dans la durée, la tradition de cette invitation annuelle au président du Collège de l'AMF à votre colloque, c'est une invitation à laquelle je répondrai toujours avec grand plaisir, quelle que soit l'appellation. Je vous en remercie beaucoup.

*Applaudissements*

## II. Publicité des séances, publication des décisions de sanction : droit à l'information du marché et droit à l'oubli

**Olivia DUFOUR**

Je suis en charge de vous présenter et d'animer cette deuxième table ronde consacrée à la publicité des décisions et surtout des séances de la Commission des sanctions. Pour mémoire, mais vous êtes tous très bien informés, c'est la loi de régulation bancaire et financière de 2010 qui a introduit le principe de la publicité des décisions et des séances. Cela signifie en clair que les décisions n'ont plus besoin d'être motivées pour être publiées et surtout que, désormais, les séances sont ouvertes au public. Quel est le public, en pratique ? Ce sont des universitaires, des étudiants, également des collaborateurs de l'AMF qui, parfois, ressentent le besoin de savoir ce qui se passe sur la suite de leurs dossiers, et ce sont bien entendu, ce qui effraie un peu les avocats présents dans cette salle, les journalistes que je représente ici aujourd'hui.

Inutile de vous dire qu'en tant que journaliste et donc représentant le droit à l'information du public, je suis totalement, entièrement et sans réserve, favorable à cette transparence pour des raisons que j'essaierai de vous expliquer, ne serait-ce que pour casser le mythe du journaliste vautour qui ne chercherait qu'à épinglez des personnalités pour le plaisir. En réalité qui, parmi mes confrères, vient à ces séances ? Pour l'instant, uniquement des journalistes ultra spécialisés qui suivent et connaissent fort bien la procédure de sanction de l'AMF et qui donc sont intéressés de pouvoir découvrir ce qui se passe au sein de la Commission.

Si on veut comprendre l'intérêt de cette transparence nouvelle, au-delà de son importance dans le retour de la confiance en période de crise, il faut se remémorer l'affaire EADS. Cette affaire, nous en avons énormément entendu parler dans les médias pendant le temps de l'enquête, plusieurs personnes ont été désignées comme coupables – il faut bien le dire – de faits graves et qui ont ému le public. Et puis, il y a eu un long temps de silence au bout duquel, d'un seul coup, la décision est tombée : une mise hors de cause générale. Je me souviens, à l'époque, avoir téléphoné à une de mes rédactrices en chef pour lui annoncer le résultat et qui m'a dit tout de go : « c'est un scandale ! » Cette réaction montre bien les limites de cette boîte noire, de ce temps mort pour le public, qui s'est interposée entre l'enquête et la décision et qui a créé, comme souvent les boîtes noires, une source de fantasmes de collusion, de justice non indépendante et donc, dans l'esprit du public, une suspicion. Bien sûr, ensuite est venu le temps où nous avons lu la décision, où nous l'avons comprise mais je crois que le mal était fait et qu'il n'était plus possible de corriger le doute qui s'était insinué dans les esprits. Je pense que cette affaire, dont on dit d'ailleurs qu'elle n'est pas à l'origine de la réforme mais qu'elle a sans doute accélérée, montre bien l'intérêt de la présence des journalistes lors de ces séances : nous sommes un peu dans la logique de qui contrôle le contrôleur, eh bien en l'espèce la presse doit avoir ce rôle de contrôler et, à travers elle, le public.

L'affaire Kraay Trading est un autre exemple de cette utilité de la transparence. Si j'avais simplement lu cette décision sur le site au moment de sa parution, très franchement je crois qu'elle ne m'aurait pas interpellée : il s'agissait d'un *trader* isolé, donc il ne présentait pas d'intérêt pour le public ; les sommes en jeu étaient ridicules et je n'aurais, quoiqu'étant très spécialisée, jamais perçu l'importance politique pour l'AMF de cette décision. C'est en assistant à la séance et en entendant le représentant du Collège expliquer le contexte du *trading* haute fréquence, la difficulté pour les services d'inspection de démontrer une manipulation de cours, que j'ai pris la mesure de cette décision et que j'en ai rendu compte aux lecteurs. Au passage, je voudrais justement préciser que je

me suis posée la question de savoir s'il fallait citer le nom de ce *trader* et j'ai décidé de ne pas le faire. Nous avons raison de nous méfier du système médiatique qui souffre, à peu près, des mêmes travers que les marchés financiers, qui peut s'emballer et devenir fou. Mais, les journalistes pris individuellement agissent en professionnels responsables. Contrairement à ce que l'on croit souvent, nous faisons attention à ce que nous écrivons, nous sommes bien conscients du pouvoir que nous avons entre les mains. On ne cite pas nommément un acteur économique dans une procédure de sanction pour le plaisir ou pire, par négligence. Il y a de vraies réflexions dans les rédactions, à chaque fois qu'un sujet nous apparaît sensible. Et nous sommes bien conscients que les décisions de la Commission des sanctions sont des sujets sensibles.

Je sais que tous les intervenants de cette table ronde ne partagent pas mon enthousiasme sans réserve pour cette publicité nouvelle et qu'ils vont aborder les difficultés qu'elle soulève. C'est ce qui me permet de manquer aux règles d'objectivité de mon métier, dans cette introduction, pour une fois et c'est bien agréable.

Je vais d'abord vous présenter, très brièvement, nos invités et ensuite leur passer la parole.

- Bertrand de Saint Mars, délégué général adjoint de l'AMAFI, à ma gauche, nous parlera du point de vue des professionnels. Je précise, au passage, que l'AMAFI a participé, il y a deux ans, à l'époque où l'on envisageait de transférer le pouvoir de sanction de l'AMF à l'autorité judiciaire, à une réflexion très approfondie pour défendre le pouvoir de sanction de l'AMF et proposer des pistes d'amélioration.
- A ma gauche encore, Pierre-Henri Conac, professeur à l'Université du Luxembourg, qui nous dressera un panorama de droit comparé pour savoir ce que font nos voisins européens, comment ils gèrent ce problème de sanction, de pédagogie, de transparence.
- Puis je passerai la parole à Jean-Guillaume de Tocqueville d'Hérouville, avocat associé du cabinet Gide, qui, j'en suis sûre, prépare déjà ses arguments pour exercer le contradictoire au regard de ma présentation.
- Enfin, Thierry Fossier, conseiller à la Cour de cassation, nous expliquera comment les magistrats, la justice perçoivent cette problématique de publicité, d'anonymat et notamment le problème très intéressant du recours qui, généralement, participe de la publicité d'une décision de sanction.

Bertrand de Saint Mars, je vous passe la parole.

### **Bertrand de SAINT MARS**

Merci. Effectivement, la LRBF a introduit quelques modifications par rapport aux axes de notre table ronde, sur la publication d'abord, sur la publicité ensuite. Comme cela vient d'être rappelé, je représente des intermédiaires de marché qui ont toujours affirmé leur croyance en la nécessité d'un cadre de règles de marché suffisamment claires et précises pour en assurer la crédibilité. Et qui dit règles, dit nécessité d'un arbitre qui les fasse respecter. De ce point de vue, l'AMAFI est tout à fait en faveur d'une Commission des sanctions qui exerce ses pouvoirs avec vigueur.

En tant que représentant des professionnels des marchés, je regarde les deux questions, publication et publicité, plutôt sous l'angle disciplinaire. N'oublions pas en effet que le pouvoir de sanction de l'AMF comporte :

- une partie disciplinaire, pour toutes les personnes placées sous la tutelle de l'AMF et, pour lesquelles, il s'agit de vérifier que le cadre professionnel qu'elles doivent observer est bien respecté ;
- une partie répression des abus de marché qui, assez largement d'ailleurs, rejoint la partie disciplinaire, par exemple, pour les PSI qui ont des obligations professionnelles relativement lourdes en termes de déclaration de soupçon, comme cela a été évoqué lors de la précédente table ronde.

### **La publication**

Concernant la publication, la solution est ancienne. Le principe a été inversé par la LRBF mais en fait, cela fait longtemps, maintenant, qu'existe une tradition de publication quasiment systématique de l'ensemble des décisions de sanction. Par rapport à l'enjeu disciplinaire de la Commission des sanctions, la publication est totalement nécessaire et l'AMAFI l'a d'ailleurs affirmé lors du travail qu'a bien voulu rappeler Olivia Dufour en introduction.

Exercer la discipline, c'est bien sûr sanctionner le fautif : la « fonction répressive » qu'évoquait Madame Nocquet.

Sur cet aspect, la décision doit comporter tous les éléments de droit et de fait la fondant pour permettre l'exercice du recours.

Mais exercer la discipline, c'est aussi, et peut-être, faire savoir aux autres, que cette discipline a été exercée et pourquoi elle l'a été. Là, nous sommes dans la « fonction expressive » qu'a aussi indiquée Madame Nocquet. Dans sa destinée pédagogique, la sanction s'adresse bien sûr au marché en général et à l'ensemble de ses composantes, mais elle est aussi très importante vis-à-vis des professionnels de la même catégorie que celui qui est sanctionné. En tant qu'association professionnelle dont l'un des objectifs est d'aider nos adhérents à s'adapter aux évolutions de leur cadre d'exercice, il est en effet très important de comprendre quelles sont les incidences et conséquences de la décision qui vient d'être prise, et quel impact cela doit avoir sur leur organisation interne.

Cela signifie que la publication est totalement indispensable et que l'inversion du principe ne peut pas être considérée gênante. D'ailleurs, il faut observer que, depuis quatre à cinq ans, la motivation des décisions prise sous un angle pédagogique est de plus en plus approfondie alors, qu'à mon avis, précédemment l'attention était d'abord portée à la fonction répressive par rapport à la nécessité qu'elle comporte tous les éléments de droit ou de fait la fondant dans une perspective d'exercice des droits de recours. Aujourd'hui ainsi, les décisions sont souvent plus faciles à analyser en termes de conséquences qu'elles déclenchent pour les professionnels.

Mais qui dit publication ne dit pas nécessairement désignation de la personne sanctionnée. On sait en effet que cette désignation, bien que ne figurant pas dans l'échelle des sanctions prononçables, constitue en pratique une sanction forte compte tenu de ses effets en termes de réputation. Une telle désignation n'est ainsi pas toujours justifiée, ainsi lorsque les faits sont anciens, que le cadre d'exercice a été beaucoup modifié ou, surtout, que la personne a déjà pris des mesures correctives

par rapport aux dysfonctionnements constatés. L'anonymisation est tout à fait nécessaire de ce point de vue. C'est une pratique maintenant courante de la Commission des sanctions, que personnellement je trouve tout à fait bienvenue parce qu'elle conserve l'effet pédagogique, mais sans la sanction additionnelle que constitue la désignation. Le fait que la LRBF ait inversé le principe n'a pas modifié cette situation puisque la Commission des sanctions a depuis continué à publier des décisions anonymisées totalement ou partiellement.

### **La publicité**

A la différence de la publication, la publicité est une solution totalement nouvelle, introduite, sans beaucoup de débats et de réflexions préalables, par le Sénat, à la faveur d'un amendement de la LRBF, avec un double objectif : transposer à la Commission des sanctions le principe général de transparence de la justice d'une part, reprendre un principe déjà mis en place pour l'ACP, d'autre part.

Sur le premier objectif, j'observe simplement que s'agissant d'instances disciplinaires, la France est loin de connaître, comme en matière juridictionnelle de droit commun, un principe de transparence solidement établi et indiscutable : un certain nombre d'instances disciplinaires instituées par la loi fonctionnent en effet sans publicité ou avec une publicité qui reste limitée.

Sur le second, je relève que le parallèle n'est pas exact : la disposition prévue pour l'ACP, de niveau réglementaire, permet à tout mis en cause de demander que la séance ne soit pas publique, et cela est alors de droit, tandis que le dispositif institué pour l'AMF, de niveau législatif, est extrêmement strict avec des exceptions très limitatives (l'intérêt de l'ordre public, la sécurité nationale, et le secret des affaires).

Mais au-delà de ça, quel est l'enjeu de la publicité ? Sur ce point, je rejoins complètement ce qu'a dit Olivia Dufour en introduction : l'enjeu est celui de la graduation de la sanction que permet l'anonymisation. Certes, on peut espérer qu'au moment où ils rendent compte d'une séance de sanction, avant la publication de la décision, les journalistes maintiennent une certaine réserve en ne nommant pas les mis en cause. Je me souviens toutefois d'une affaire qui a eu un certain retentissement médiatique où tel n'était pas le cas. Comme au final, la décision n'a pas anonymisé ces établissements, on ne peut pas dire qu'il y ait eu « préjudice », au moins au sens juridique du terme. Mais dans le cas contraire... ?

A ce propos, il me semble d'ailleurs utile de distinguer deux catégories de population :

- les grands intervenants pour lesquels, du point de vue des médias, le nom est un élément essentiel de l'information. Je pense qu'il sera difficile – Olivia Dufour réagira peut-être – que ceux-ci ne soient pas cités lorsque sera fait le compte rendu de la séance par la Presse. En même temps, il faut relativiser l'enjeu puisque l'anonymisation n'est pas envisageable pour les manquements graves. Or, pour les autres manquements, tout le monde, y compris le public, a désormais pris l'habitude que la Commission des sanctions exerce sa fonction et qu'un certain nombre d'intervenants fassent l'objet de procédures de sanction. Le cadre d'exercice des activités de marché est de plus en plus complexe, et être capable à tout instant de parfaitement le respecter n'est pas toujours évident : c'est d'ailleurs pour cela que comme je l'ai signalé, la destinée pédagogique de la décision de sanction est particulièrement importante. Face à cela, la publicité des séances peut permettre à ceux qui y assistent de mieux comprendre l'enjeu des débats, la gravité réelle des manquements reprochés et les raisons pour lesquelles la décision est finalement prise. De ce point de vue,

comme le rappelle l'exemple EADS évoqué par Olivia Dufour, c'est sans doute une bonne chose ;

- par ailleurs, nous avons une deuxième catégorie de population qui pour moi, rassemblent les petits établissements et les personnes physiques. Qui n'a jamais « googelisé » un nom d'établissement ou de personne sur Internet ? En matière de recrutement, nous savons bien, qu'il s'agit désormais d'une pratique courante. Là, il y a peut-être un enjeu sur la base du fameux adage « il n'y a jamais de fumée sans feu » car quelle sera l'attitude d'un potentiel employeur ou client lorsqu'il découvrira que la personne qu'il avait l'intention d'embaucher ou d'utiliser comme prestataire de services a fait l'objet d'une procédure de sanction... ?

Je pense que la suite du débat sera peut-être l'occasion de mieux cerner comment mettre en œuvre ce nouveau principe de publicité sans qu'il n'ait des effets non souhaités.

### **Olivia DUFOUR**

Monsieur le Professeur, que font nos voisins européens ? Sont-ils aussi sévères que nous ou bien plus souples ? Va-t-on les inspirer ou devrait-on s'inspirer d'eux ? Eclairiez-nous sur notre place, à nous, Français, parmi nos amis européens.

### **Pierre-Henri CONAC**

Merci beaucoup. J'ai une bonne nouvelle, nos amis européens sont en train de se tourner vers la France qui est en train, probablement, de devenir un modèle pour les autres. La France est en fait en avance. En effet, la tendance de fond est d'imposer une plus grande transparence. C'est une bonne nouvelle pour la France, si je puis dire. La France est à nouveau un modèle, dans ce domaine en tout cas.

Avant de développer ces points, tout d'abord, je souhaite remercier les organisateurs d'avoir pensé à m'inviter pour cette conférence dont le sujet est tout à fait intéressant. Je traiterai donc des trois thèmes que l'on m'a demandé de traiter : la publication des sanctions, qui me prendra le plus de temps car il y a le plus de choses à dire, la publicité de l'audience et enfin le droit à l'oubli puisque nous avons quelques dispositions dans certains droits étrangers sur cette question. Je limiterai ma présentation à huit Etats membres – ce qui est déjà assez important – que j'ai choisi en raison de l'importance de leur place financière ou de leur tradition juridique : le Royaume-Uni pour des raisons évidentes ; l'Allemagne, qui est un pays très proche ; les pays latins comme l'Espagne et l'Italie ; le Benelux, d'une part parce que je suis au Luxembourg et car ce sont aussi des Etats voisins de la France; enfin, un pays scandinave, le Danemark, puisqu'en Scandinavie, il y a une tradition très forte de protection de la vie privée, de la vie électronique. De ce fait je me suis dit qu'il serait intéressant de voir ce que les Scandinaves faisaient en ce domaine.

Je voudrais rappeler tout d'abord qu'il existe une harmonisation minimale au niveau européen. En effet, les directives prévoient que les Etats membres doivent autoriser leur autorité compétente à publier les sanctions, sauf cas particulier : dommage disproportionné aux personnes concernées, risque de krach sur les marchés. Il existe un minimum européen en ce domaine. L'autorité doit avoir le choix. Toutefois, comme il s'agit d'un minimum européen, un Etat membre peut parfaitement imposer la publication systématique. Ceci est parfaitement conforme au droit européen. La situation française en est un exemple. La publication des sanctions

Ce qui m'a vraiment surpris, en préparant cette conférence, c'est qu'il y a une évolution très nette. Nous voyons bien qu'il y a un avant et un après la crise financière dans ce domaine. Avant la crise financière, si je prends comme point de départ 2007, nous voyons que la publication dans les Etats membres n'est pas systématique. Après la crise de 2007, nous voyons deux phénomènes : non seulement la publication devient plus systématique mais en plus, elle intervient plus tôt. Il y a donc une évolution très nette entre avant la crise financière et après, même si dans le cas du Danemark, l'évolution ne semble pas directement liée à la crise financière. Nous verrons le principe de la publication et ensuite les modalités.

Avant la crise financière, deux régulateurs publiaient systématiquement leurs décisions de sanction : la CONSOB en Italie et la CNMV en Espagne. Nous en avons deux autres qui, en principe et sauf exception, ne publient pas leurs décisions de sanction : la BaFin en Allemagne et la CSSF au Luxembourg. Les autres Etats se situaient, non pas dans un *no man's land*, mais publiaient au cas par cas, plutôt beaucoup pour ce qui était par exemple de la CBFA belge, mais c'était du cas par cas pour les autres. La FSA britannique, par exemple, prévoyait dans ses règles – ce qui est toujours le cas d'ailleurs, mais ce sont des pratiques qui peuvent évoluer ensuite – qu'elle publierait ordinairement ses décisions. D'après ce que nous pouvons savoir car il est évidemment difficile de savoir ce qui n'est pas publié – pour faire une statistique et il faut se référer aux sources – elle aurait publié environ la moitié de ses décisions.

Pourquoi y avait-il, dans certains pays, une réticence à la publication ? Je me suis posé cette question. Pourquoi ne pas publier les décisions de sanction dans les Etats membres ? Quelles sont les raisons données ? J'en vois principalement deux, et éventuellement une troisième.

- Première raison, beaucoup de régulateurs considèrent que la publication est une forme de sanction supplémentaire, donc tout simplement à réserver aux cas les plus graves.
- Deuxième raison principale, la question du respect des secrets et de la vie privée. C'était quelque chose d'assez important dans certains Etats comme le Danemark. La publication des décisions porte atteinte au secret des affaires et au respect de la vie privée. C'est donc une autre raison pour ne pas le faire.
- Peut-être éventuellement une troisième raison, qui est la dimension administrative de ces autorités. Comme ces autorités sont administratives par nature, parfois c'est d'ailleurs le Collège lui-même qui prend la décision – au contraire de la France, il n'y a pas forcément de Commission séparée – et donc il y a une tendance naturelle à pencher vers le secret plutôt que vers la transparence que l'on applique plus naturellement en matière judiciaire.

Voilà les raisons que j'ai vues. Depuis la crise financière, que s'est-il passé ? En 2008, le Danemark a adopté une loi qui oblige la FSA danoise à publier systématiquement. La raison est intéressante. Pourquoi ? En fait, il est arrivé la chose suivante : la FSA danoise avait imposé une sanction à un professionnel. Elle reposait sur une analyse juridique très contestée au Danemark. La personne ayant reçu la sanction avait accepté de ne pas la contester en justice en disant : « dans la mesure où cela reste anonyme, j'accepte de ne pas la contester en justice ». Apparemment, cela a fait un certain bruit au Danemark parce qu'ensuite, la FSA a brandi la décision en disant : « voyez ! Quelqu'un a accepté ma sanction et donc voilà l'interprétation ». La fois suivante, la FSA danoise se présente, avec cette interprétation, contre une autre entité régulée qui, cette fois-ci, n'accepte pas l'analyse juridique et la porte devant le tribunal compétent Copenhague. Là, surprise, il gagne, au



grand dam de la FSA danoise. La réflexion engagée au Danemark a alors été de dire : « les décisions doivent être publiques et non anonymes car sinon il y a un risque de créer du mauvais droit », un droit de mauvaise qualité qui sera simplement accepté par l'entité régulée parce qu'en fait elle accepte l'anonymat en échange d'une interprétation, éventuellement contestable. A cause de cela, le Danemark a adopté une loi, en 2008, pour imposer la publication systématique. Il me semble que c'est un point important.

L'autre pays qui a évolué vers plus de transparence, c'est la Belgique qui désormais, depuis 2011, publie non seulement les décisions de sanction automatiquement, mais également les décisions de non sanction, ce qui est tout aussi important pour connaître l'état du droit et même les décisions de transaction.

Par ailleurs, on peut évoquer également les Pays-Bas qui, en 2007, ont changé leur loi. Il est désormais beaucoup plus facile pour l'AFM néerlandaise de publier des décisions de sanction. L'AFM ne publie pas systématiquement, mais elle publie de plus en plus. Le législateur, de toute évidence, souhaite la pousser dans ce sens-là.

Nous pouvons donc dire que la publication systématique est désormais le principe en Europe. Il existe deux exceptions : le Luxembourg et l'Allemagne. Toutefois, une réflexion est engagée sur ce thème au Luxembourg. La situation n'est pas figée. De toute manière, la question va rapidement devenir théorique parce que la Commission européenne veut imposer la publication systématique. Nous le voyons très clairement dans la communication du 8 décembre 2010 sur les sanctions en matière financière mais également avec le projet de règlement EMIR du 15 septembre 2010. Celui-ci annonce la couleur en prévoyant la publication systématique, sauf exception. Nous savons donc ce que veut faire la Commission. La publication sera logiquement imposée également dans toutes les autres directives et règlements. Je dirais que le débat est presque clos désormais, sauf si le règlement n'était pas adopté dans cet état.

Je vais aller plus vite parce que j'ai un peu dépassé mon temps.

### **Olivia DUFOUR**

Je le confirme.

### **Pierre-Henri CONAC**

Que puis-je dire ? Sur le contenu je prendrai une minute. La publication est en général, non anonyme dans la plupart des Etats membres avec parfois des règles particulières. Ainsi, la publication est immédiate en Belgique mais reste anonyme jusqu'à la fin du recours, éventuellement jusqu'à la décision de la Cour de cassation. En Espagne, la situation est assez intéressante. La décision est certes publiée après la fin des recours, mais c'est seulement le dispositif qui est publié. J'ai demandé pourquoi. On m'a répondu que ce qui compte pour le public est de savoir qu'une personne est sanctionnée, ce n'est pas de savoir en détail pourquoi. De plus, la protection des secrets et de la vie privée semble aussi jouer un rôle dans cette approche. Nous savons donc seulement que Monsieur X est sanctionné. Pourquoi ? Une vague référence à la loi, c'est tout ce que nous savons.

### ***La publicité des audiences***

Ce sera très rapide et très simple. Après un certain nombre de recherches – ces informations ne sont toujours sur les sites Internet et même les collègues des pays concernés ne connaissent pas toujours spontanément la réponse – je suis en mesure d'affirmer que, dans les huit Etats membres, il n'y a pas de publicité des audiences. Pourquoi ? Je vois deux explications.

Tout d'abord, je pense que, dans la plupart des pays, la procédure de sanction est considérée comme une procédure essentiellement de nature administrative, plus que judiciaire. Or, une procédure administrative, dans des administrations classiques, peut être secrète.

Deuxième problème qui se pose, c'est que traditionnellement, il n'y avait pas de publicité obligatoire des décisions de sanction. Si bien que la publicité était au choix de l'autorité. Or, si nous ouvrons l'audience de sanction au public, la publicité, nous sommes presque obligés de la faire ensuite, puisque de toute manière le nom a déjà été rendu public en quelque sorte. Il est donc difficile d'avoir une publicité automatique des audiences quand une autorité n'est pas obligée, ensuite, de faire une publicité des sanctions.

Ces deux raisons me semblent expliquer la réticence des autorités à la publicité des audiences.

#### ***Droit à l'information et droit à l'oubli***

Enfin, en ce qui concerne le droit à l'information et à l'oubli, deux Etats membres seulement semblent prévoir des dispositions en ce domaine : le Royaume Uni et l'Espagne. Au Royaume-Uni, la règle posée par la FSA est qu'au bout de six ans, la personne concernée peut demander le retrait du site Internet de la décision de sanction. Mais la demande n'est pas accordée automatiquement. La FSA peut la refuser.

Quant à l'Espagne, deuxième Etat membre où j'ai trouvé des références sur ce point, la règle est la suivante : au bout de cinq ans, la décision est automatiquement retirée du site Internet de la CNMV. En revanche, comme en Espagne le dispositif est également publié dans le *Boletín Oficial del Estado*, le journal officiel espagnol, je ne vois pas comment pourrait être retiré du Journal officiel ce qui a déjà été publié. C'est donc, semble-t-il une semi mesure de retrait.

Pour conclure, comme je l'avais dit en introduction, et cela fermera ma boucle, finalement nous voyons bien que la France est un véritable modèle pour l'Europe. Je vous remercie.

#### **Olivia DUFOUR**

Quelle responsabilité pour la France, Monsieur le Professeur ! Maître, c'est à vous ! Vous avez évoqué tout à l'heure la vague de transparence. En tant qu'avocat, je suppose que vous ne partagez pas forcément, cet enthousiasme sans réserve à l'égard de la transparence ou, en tout cas, que vous allez soulever de bonnes questions sur son organisation pratique et notamment celle-ci : que deviendra l'anonymisation des décisions si les journalistes parlent de l'affaire le soir même, ou au plus tard, le lendemain matin dans leurs journaux ?

#### **Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUILLE**

Merci beaucoup Olivia. Je vous rassure, je n'apporterai pas de contradiction à tout ce qui a été dit. Je suis partisan d'une transparence maîtrisée. Je m'expliquerai en quelques minutes. Je voudrais également remercier la Présidente Nocquet et les membres de la Commission de m'avoir invité à ce

colloque. Je vous présenterai, en quelques minutes, le point de vue de la défense des mis en cause devant la Commission des sanctions.

Je vous propose de partir d'une question : pourquoi cette question de la publicité des travaux de la Commission des sanctions de l'AMF fait-elle autant débat, que ce soit les séances ou la publicité des décisions ? Dans une procédure judiciaire classique, les séances sont publiques, les décisions sont rendues publiques, c'est la tradition depuis la nuit des temps et cela ne pose pas de problème particulier. C'est même un principe fondamental et c'est une garantie, tant d'une bonne information du marché que, pour le mis en cause, le fait qu'il est sûr d'avoir un procès équitable.

Je pense que la sensibilité, extrêmement importante, du monde financier sur cette question de la publicité provient du fait que celle-ci reste perçue, dans une très large mesure – et ce malgré la réforme récente – comme une sanction complémentaire extrêmement importante. Certains disent maintenant : « la publicité devient un principe, donc ce n'est plus une sanction ». Or, cela reste perçu, par les opérateurs, comme une sanction absolument essentielle. Quelles en sont les raisons ? Je pense que l'univers financier et boursier est un univers où la psychologie et la confiance règnent en maître, et sont extrêmement importantes. Il suffit de voir la rapidité de réaction sur les cours ou autres, dès qu'il y a une nouvelle qui instille un petit doute sur cette confiance que les opérateurs peuvent avoir entre eux. Dit autrement, les opérateurs se font crédit, au sens étymologique du terme et il est vrai que les relations commerciales entre les intermédiaires et les clients sont très fortement basées sur cette confiance. Une atteinte à la réputation d'une entreprise n'est agréable pour personne, c'est certain. Ceci étant, si Coca-Cola se fait sanctionner par l'Autorité de la concurrence pour abus de position dominante, cela n'a pas de répercussion immédiate sur ses ventes. Si TF1 se fait sanctionner par le CSA parce qu'elle n'a pas respecté son cahier des charges en matière de télé-réalité, cela n'a pas d'influence immédiate sur son audience. En revanche, si un intermédiaire se fait sanctionner, au plan disciplinaire, par la Commission des sanctions, ou même éventuellement un émetteur pour une problématique de manquement à l'information financière, par exemple, la sanction peut être, plus qu'ailleurs, rapide et radicale.

Dans un domaine où beaucoup d'affaires sont médiatisées, en fait le pourcentage de médiatisation des affaires de la Commission des sanctions qui sont publiées est frappant. Je crois que vous avez une trentaine d'affaires jugées par an ; des journalistes sont présents quasiment à chaque séance ; les journaux rendent compte peut-être de 70 à 80 % des affaires alors qu'il y a plus de décisions judiciaires rendues et le pourcentage d'affaires médiatisées est beaucoup plus faible. C'est pour cela que cet impératif de discrétion est important pour les professionnels.

Maintenant, si nous en revenons à la Commission des sanctions de l'AMF, je considère que le principe de publicité est respecté, au premier chef, par la publication des décisions. Elles sont, vous le savez, publiées sur le site de l'AMF et pas uniquement mis à disposition au secrétariat de la Commission, sous une forme nominative ou anonymisée : l'accès est très facile. Que ce soit nominatif ou anonymisé, l'effet pédagogique est garanti dans les deux cas. L'intérêt de l'anonymisation, bien entendu mais je pense que nous y reviendrons, c'est à la fois de garantir cet effet de pédagogie mais aussi, à l'heure d'Internet et des moteurs de recherche bien entendu, de garantir, dans une certaine mesure, le droit à l'oubli au moins au bout d'un certain temps.

La question qui fait débat ici est celle de la publicité des séances et ce pour deux raisons.

- La première est que la publicité des séances préempte, si je puis dire, une éventuelle décision ultérieure, par la Commission des sanctions, d'anonymisation de sa décision. En

d'autres termes, le mis en cause est condamné médiatiquement avant même d'être jugé. Là, du point de vue de la défense, il y a un problème fondamental qu'il faudra aborder à un moment ou à un autre.

Deuxièmement, pour dire la même chose mais traduit dans un langage un petit peu juridique, la publicité de la séance porte, à mon sens, atteinte au principe de proportionnalité de la sanction prévu par l'article L. 621-15 du code monétaire et financier qui prévoit justement la publicité des sanctions : « *la sanction est rendue publique dans un format proportionné à la faute commise* ». Il est bien évident que si la publicité a été totale au moment de la séance, la publicité de la sanction ne peut plus être proportionnée à la gravité de la faute commise. Là encore, cela pose à mon sens un problème juridique important. Je crois que nous saluons tous le professionnalisme et la déontologie d'Olivia ici, mais il y a eu néanmoins, depuis le début de cette réforme, au moins à deux ou trois reprises si je ne me trompe pas, des affaires où les audiences ont été publiques, les journaux ont rendu compte évidemment nominativement de la séance le lendemain et la décision est intervenue un mois plus tard, de manière anonyme. L'anonymisation a, bien entendu, été privée de toute son efficacité.

- La deuxième raison, pour laquelle ce régime manque de cohérence, c'est que les régimes d'exception à la publicité des séances et des décisions ne sont pas les mêmes. Pour les décisions, comme vous le savez, nous pouvons faire exception à la publicité en cas de risque de perturbation des marchés financiers, ou de préjudice disproportionné par le mis en cause. Là, les choses sont claires, carrées : nous avons un fondement européen. C'est prévu d'un côté par la directive sur les Marchés et instruments financiers, de l'autre côté par la directive sur les Abus de marché. Les choses sont donc cadrées. En revanche la publicité des séances n'est supprimée qu'en cas d'atteinte à l'ordre public, ou du secret des affaires. Comme le disait le Professeur Conac, nous voyons là que les exceptions sont beaucoup plus restrictives que pour le régime de la décision et c'est d'autant plus ennuyeux que nous n'avons pas de fondement sérieux à cette publicité des séances. Nous avons parlé de l'affaire EADS qui n'aurait pas provoqué le débat, mais qui l'aurait accéléré, toujours est-il que nous pouvons avoir légitimement le sentiment que c'est l'émotion provoquée par cette affaire qui justement a provoqué cet amendement parlementaire arrivé peut-être un peu rapidement, sans être pensé de manière extrêmement sérieuse. Je constate, en écoutant le Professeur Conac d'ailleurs, qu'aucun autre pays d'Europe n'a prévu ce régime de publicité des séances. Je n'ai pas fait l'analyse sur les autres autorités administratives indépendantes en France, mais je crois qu'il ne doit pas y en avoir beaucoup pour lesquelles la séance est publique.

Ce régime manque de cohérence. Si nous considérons que l'objectif de transparence et de pédagogie, indispensable – je rejoins Bertrand de Saint Mars là-dessus – est rempli par la publicité de la décision, nous en concluons donc qu'il n'est pas nécessaire d'avoir systématiquement des séances publiques. Ce qui permet de préserver la raison d'être et d'efficacité des décisions analysées, parce que sinon cela perd tout son sens et donc, le fameux droit à l'oubli qui, ne l'oublions pas, fait partie intégrante de notre thème de discussion, n'est plus respecté.

J'avais une proposition à faire, puisque Madame la Présidente Nocquet nous a invité à prendre un petit peu position et cela a été déjà mentionné en filigrane par Bertrand : se caler sur le régime de l'ACP justement. Puisque les deux régimes qui nous ont été présentés comme similaires, ne le sont

pas totalement ; que, même si les pouvoirs d'office du président de la section publique sont présentés exactement dans les mêmes termes, l'ACP dans une disposition d'ailleurs réglementaire et pas légale a ajouté qu'une personne mise en cause peut demander que l'audience ne soit pas publique. La jurisprudence de l'ACP, sous l'empire de cette nouvelle procédure, est jeune. Ce que je comprends de la manière dont raisonne la Commission des sanctions de l'ACP, c'est que le président, s'il considère qu'il y a un risque ou une possibilité que la décision soit anonymisée, à ce moment-là, prononce le huis clos. Je pense que ce serait une modification bienvenue. Il est vrai que cela passe par un cavalier législatif mais nous en avons eu sur des sujets moins importants à de nombreuses reprises. Cela permettrait d'aligner le régime de ces deux autorités pour des justiciables qui sont en grande partie les mêmes.

En conclusion, pour ceux qui n'auraient pas bien compris ma position.

### **Olivia DUFOUR**

Je crois qu'elle est très claire.

### **Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

Publicité des séances oui, mais dans des conditions très encadrées. Publicité des décisions oui et anonymisation, bien entendu oui. C'est une excellente pratique.

### **Olivia DUFOUR**

Je m'y attendais un peu. Monsieur Thierry Fossier, j'ai entendu Monsieur Conac dire tout à l'heure qu'il y avait un pays – qu'il me corrige si je me trompe – la Belgique, où l'anonymisation est garantie jusqu'à l'issue des recours. En France ce n'est pas le cas et je crois même que le risque de la publicité fait partie des questions stratégiques que se posent les avocats lorsqu'il s'agit de faire un recours contre une décision de l'AMF. Comme vous avez piloté le pôle économique de la Cour d'appel de Paris, je voulais vous demander quel est votre regard de magistrat sur cette problématique de l'anonymat et de la publicité ?

### **Thierry FOSSIER**

Merci. Monsieur Conac a dit également que la France était en passe de constituer un modèle et je préférerais partir de cette considération qui me va mieux, comme vous allez le comprendre. Je dois d'abord une explication au public : je ne préside plus la Chambre qui contrôlait les décisions de la Commission des sanctions et, à la Cour de cassation, je fais tout à fait autre chose. Mais enfin, comme j'ai de l'aplomb, je vais quand même m'exprimer sur ce que je ne fais pas, peut-être même plus librement que si je le faisais encore.

#### ***La publicité des séances***

Je commencerais, contrairement à mes prédécesseurs, par la publicité des séances de la Commission des sanctions. Je ne partage pas les points de vue exprimés à ce sujet. La Commission des sanctions inflige, comme son nom l'indique, des sanctions qui, à certains égards, ont le caractère de peines et qui, à ce titre, doivent donc offrir des garanties au sens de l'article 6-1 de la Convention européenne des droits de l'Homme. Parmi ces garanties, il y a la publicité. Certes ce n'est pas une garantie à proprement parlé pour la personne mise en cause, mais les garanties prévues par la Convention européenne des droits de l'Homme concernent également les victimes

des comportements, en l'occurrence des manquements boursiers. Il n'y a pas de raison que ces personnes-là soient privées d'une garantie aussi fondamentale. Je vais certainement beaucoup plus loin, en disant cela, que la Cour européenne elle-même, mais il ne faut pas être grand clerc d'abord pour imaginer qu'elle évoluera. J'ajoute que le modèle de comparaison auquel nous pouvons songer, dont nous parlerons peut-être dans le débat, est l'Autorité de la concurrence pour laquelle le raisonnement tenu est le suivant : il faut, à un moment ou à un autre du processus de sanctions, les garanties d'un tribunal impartial au sens de la Convention européenne des droits de l'Homme mais, dit la Cour de cassation – et d'ailleurs le Conseil d'Etat dit la même chose pour d'autres autorités administratives indépendantes – « *ces garanties peuvent être constituées au niveau du contrôle effectif* ». C'est-à-dire plus tard, au niveau de la Cour d'appel du côté judiciaire, et du Conseil d'Etat du côté administratif. C'est un raisonnement, je le dis de façon péjorative, de sauvetage tant de la part de la Cour de cassation que du Conseil d'Etat, en fonction des positionnements du législateur. Nous ne pouvons pas le leur reprocher mais cela reste quand même des raisonnements de sauvetage : la règle est que, lorsqu'un organisme, quel qu'il soit, administre des sanctions aussi violentes que peuvent l'être les amendes de la Commission des sanctions, il est parfaitement normal que la garantie de publicité soit offerte et, je le redis, pas seulement et peut-être pas du tout à la personne mise en cause, mais également aux personnes victimes du manquement. Donc, comme vous le voyez, je n'ai pas du tout le point de vue de mes prédécesseurs, mais vous vous y attendiez.

#### **La publicité des décisions**

En ce qui concerne la publicité des décisions elles-mêmes, le problème se pose de la façon suivante pour le judiciaire. Je le précise parce qu'en ce qui nous concerne, nous avons affaire aux opérateurs. C'est-à-dire que nous ne sommes pas sur le terrain disciplinaire que décrivaient le tout premier intervenant de cette table ronde, nous sommes sur un terrain purement et simplement répressif pour une personne qui n'est pas nécessairement, et même généralement du tout, un professionnel du marché.

Cette première nuance fait que, sur le plan procédural, nous tranchons essentiellement dans un contexte de sursis, c'est-à-dire une procédure d'urgence qui peut être déclenchée dès que la Commission des sanctions a rendu sa décision. En principe, cette procédure d'urgence a été prévue par le législateur avec les conséquences concrètes un peu difficiles qui s'imposent, par conséquent, aux juridictions judiciaires : en clair, un travail rapide. Cette procédure a été ouverte, précisément, pour éviter les inconvénients majeurs ou le jusqu'au-boutisme de la publicité de la décision intervenue. C'est quand même une procédure qui, à mon sens, donne satisfaction. En tout cas c'est le cadre dans lequel le judiciaire est amené à réfléchir. Cela influe sur son attitude telle que je vais la décrire dans quelques secondes.

Le deuxième élément de notre réflexion c'est l'Internet. Je saute un peu du coq à l'âne ou plutôt je vais trop vite par rapport à l'état de notre débat jusqu'à présent. La publicité traditionnelle de la décision, je dirais la publicité papier, n'a pas posé à mon avis de problème majeur. Ce qui nous pose problème à tous, dans cette table ronde, et ce qui fait que la réflexion judiciaire est relancée à ce sujet, c'est bel et bien Internet. Je ne parle pas tellement d'ailleurs des sites de l'AMF, de la Cour d'appel – qui n'existe pas encore mais qui existera un jour – ni même du site de la Cour de cassation qui bénéficie d'ailleurs éventuellement de l'anonymisation. Je dirai plus tard quel point de vue j'ai à son sujet. L'anonymisation permettrait de résoudre certaines difficultés, mais à la marge.

Non, je parle de l'Internet très général, celui des universitaires qui ont travaillé sur le sujet, celui des étudiants, des thésards. Le nom des personnes qui ont eu affaire à la Commission des sanctions

est partout, et les décisions d'anonymisation, il ne faut pas se faire d'illusion, ne sont pas nécessairement d'une efficacité totale. Encore une fois, beaucoup de gens travaillent sur les décisions des Commissions des sanctions. Il se peut, j'ai fait l'exercice dans la perspective de cette table ronde mais chacun de nous a pu le faire, que nous retrouvions parfois des noms très anciens et des décisions très anciennes qui traînent encore, passez-moi l'expression, sur le net. Et c'est cela le problème. Pouvons-nous encore le maîtriser ? Vous allez voir qu'à mon avis, non.

J'annonce donc une position judiciaire plutôt féroce sur la question de la publication. C'est exact qu'elle l'est, en tout cas on nous la reproche. Elle l'est pour trois raisons principales, que je passerai en revue très rapidement sans vouloir excéder le temps qui m'est imparti.

- Elle l'est d'abord parce que les séances elles-mêmes sont publiques, je l'ai dit, sauf exception, et tout cela n'a pas donné lieu à des recours particuliers jusqu'à présent. Il n'y a pas de positionnement fin sur ce problème. A partir du moment où la séance est publique, il faut reconnaître que la publication de la décision intervenue, si elle était interdite, constituerait une sorte d'hypocrisie du droit. Quand le droit est hypocrite nous disons qu'il est complexe, mais enfin cela revient au même. C'est un fait que, si nous avons une séance publique mais qu'après cela, nous dissimulons tout ou partie des éléments d'une décision, nous sommes quand même bel et bien hypocrites.
- Le deuxième élément de notre réflexion ou de notre dureté, je veux bien admettre que nous soyons durs, est que la publication de la décision est un élément important de la dissuasion. C'est une décision assez ancienne de la Cour d'appel de Paris qui l'a dit, une décision KPMG que les spécialistes connaissent, qui remonte à l'an 2000. Je ne résiste pas à la citation d'une seule phrase mais qui fait tout comprendre : « *les sanctions – dans la matière qui nous intéresse – visent, comme en matière pénale, par leur montant élevé et la publicité qui leur est donnée, à punir les auteurs de faits contraires aux normes* » etc. Cette formulation a été mise au point il y a maintenant plus de dix ans, elle est inlassablement reproduite dans la plupart des arrêts de la Cour d'appel de Paris. Elle a été adoptée par la Cour de cassation dans un arrêt Schott en 2006. Je ne vois pas la raison qui ferait que nous la modifierions, sauf peut-être les résultats de nos travaux de cet après-midi, mais je ne suis pas plus convaincu que cela. J'ajoute que cela ne dépend plus de moi. Nous pouvons toujours, bien entendu, invoquer la possibilité de l'anonymisation et nous l'avons fait beaucoup jusqu'à présent. Vous remarquerez que, dans cette formulation, il n'est pas question d'anonymisation et que la dissuasion passe, bien entendu, par la désignation nominative de la personne condamnée. La règle, aux yeux du judiciaire, n'est pas l'anonymisation. L'anonymisation est une sorte de possibilité très subsidiaire et qui diminuerait très nettement, aux yeux des juges, la force de la dissuasion que contient toute décision de condamnation. Il existe un motif à l'arrière de cela : au pénal, de toute façon, il ne serait pas question d'interdire non seulement la publicité – cela va de soi – mais même d'imposer une quelconque anonymisation. Aucune décision pénale n'est anonyme. Par conséquent, il ne faudrait pas favoriser le circuit pénal, il ne faudrait pas que l'AMF elle-même, peut-être les victimes, optent pour le pénal parce qu'« au moins là tout est dit », tandis que du côté de l'AMF il y aurait des « cachotteries ». Il faut réfléchir à ce risque de déviation. C'est quand même important. Je crois que personne n'a intérêt à ce que le circuit pénal joue sa carte, en tout cas à l'excès.

Troisième élément tout aussi important, la publication est consubstantielle à l'activité juridictionnelle. Je n'ai plus le temps de développer mais, cela aussi, a été mis au point dans des formules extrêmement fortes dans les motivations de la Cour d'appel de Paris et de la Cour de cassation, y compris dans la période récente.

- Je ne veux pas prendre plus de temps que mes prédécesseurs – il n'y a pas de raison – le quatrième argument fait que la Cour d'appel et la Cour de cassation à son tour tiennent bon sur la publication des décisions et ne sont pas favorables à l'anonymisation : les argumentations présentées généralement pour en être dispensé sont globalement inopérantes. Je ne veux pas critiquer les avocats : ils font un travail absolument exceptionnel, remarquable et je le dis de bonne foi. Je crois que c'est un métier très difficile : défendre les auteurs de manquements boursiers est très difficile. Mais l'argumentation présentée contre la publication et pour l'anonymisation est franchement rarement convaincante.

On nous propose souvent, par exemple, de procéder à l'anonymisation ou même d'interdire la publication de la décision de l'AMF alors qu'il n'y avait pas eu de demandes de sursis. Que voulez-vous ? A ce moment-là, il s'est écoulé six, huit mois avant que la Cour d'appel intervienne : une décision d'interdiction de publication serait alors double hypocrisie. On nous demande également de faire attention à une baisse de chiffre d'affaires de la société cotée qui serait concernée. Quelques fois, on nous l'a demandé, nous nous sommes aperçus qu'en réalité la société était déjà fort malade et que le chiffre d'affaires s'était effondré bien avant l'accident boursier dont on nous demande d'atténuer, somme toute, la sanction. On nous a demandé également, à plusieurs reprises, d'éviter une atteinte irréparable à la relance de la société. A l'inverse, nous nous apercevons que les auteurs de manquements ont parfois, entre temps, relancé avec succès une ou des activités commerciales ou industrielles. On nous a même demandé, ce qui peut paraître tout à fait curieux et en tout cas nous a paru curieux, d'être dispensé de publication ou en tout cas de bénéficier de l'anonymisation parce que l'auteur du manquement voudrait, à nouveau, développer ses talents dans les métiers de la finance. Je crois que, très franchement, ce n'est pas une chose à dire pour convaincre les juges.

J'en passe. J'ai fait un inventaire mais ce n'est pas forcément passionnant. Nous y reviendrons dans le débat. Il y a quand même une hypothèse, je vous rassure, sur les quinze que j'ai relevées : une personne a obtenu l'anonymisation, qui avait été bien entendue accordée par la Commission des sanctions parce que sinon c'est peine perdue. Il s'agissait d'une personne, dont je tairai le nom par la force des choses, mais que j'appellerai Amélie parce que c'est quelqu'un, comme le personnage du cinéma, qui faisait des bêtises avec le cœur sur la main et qui voulait toujours faire des cadeaux à ses proches et à ses amis, des cadeaux assez mal venus du point de vue du contenu du code monétaire et financier. Cette personne, nous l'avons dispensée de publication parce que, franchement, nous n'étions pas loin de penser sinon qu'elle était de bonne foi – certainement pas parce qu'alors, nous n'aurions pas admis qu'elle ait été sanctionnée – mais, disons par gentillesse, qu'elle était un peu perdue dans la vie. Je vous remercie de votre attention.



**Olivia DUFOUR**

Je vois que journalistes et magistrats partagent à peu près les mêmes problèmes. Votre récit me rappelle le cas d'un confrère, très récemment, à qui une société demandait le plus instamment possible de ne pas évoquer une décision de la Cour d'appel de Paris, laquelle était qualifiée de « stupide » et ne méritant pas un article de presse. Il est vrai qu'elle était dérangeante pour la personne concernée. Nous avons vu que le principe de la publicité était acquis. Maintenant je pense que nous pouvons essayer d'affiner sur les solutions d'aménagement que proposent les uns et les autres. On m'a fait passer un petit papier venant de ma droite et posant une question que je trouve intéressante : la publicité se justifie-t-elle plus en matière d'abus de marché qu'en matière disciplinaire ? Je ne sais pas qui a envie de rebondir sur l'éventuelle possibilité de nuancer la publicité en fonction des matières.

**Bertrand de SAINT MARS**

Avant de laisser les autres intervenants approfondir plus avant cet aspect, je souhaiterais revenir sur l'aspect publicité parce que je ne voudrais pas que le débat se traduise sous une forme réductrice dans laquelle le seul souci des professionnels serait de ne pas voir leurs travers révélés au public.

Je partage les observations faites par Jean-Guillaume de Tocqueville, notamment sur le fait qu'il me semble que le principe de publicité a été introduit de manière un peu rapide, sans vraie réflexion de fond. Maintenant, l'environnement de régulation étant celui que nous connaissons, je ne crois pas qu'il soit aujourd'hui possible de revenir sur ce principe. Défendre une telle position ce serait au contraire accréditer l'idée que nous, professionnels récuserions la transparence. Ce qui me gêne, et c'est peut-être une voie pour prolonger la réflexion de Maître de Tocqueville, c'est que la capacité de la Commission des sanctions à interdire l'accès à la séance soit aussi limitée compte tenu des termes mêmes de la loi. Une voie pourrait être de lui laisser un peu plus de marge d'appréciation, peut-être en fonction d'une éventuelle préconisation d'anonymisation.

Je rappelle à ce propos que nous avons quand même deux séries de contentieux qui dépendent de deux ordres de juridictions. Du côté de la Cour d'appel de Paris, nous sommes sur une partie abus de marché avec des problématiques fondamentales d'intégrité de marché: là, le principe de publicité peut sans doute avoir vocation à prospérer très largement. Et puis, nous avons le contentieux disciplinaire qui relève du Conseil d'Etat où assez souvent ce n'est ni noir ni blanc, mais un peu gris et où le rôle de la Commission des sanctions est aussi d'aider les professionnels à tracer certaines lignes. J'ai en mémoire quelques décisions dans lesquelles la Commission des sanctions a minoré le *quantum* de la décision au motif que *le principe sur lequel était assis sa décision n'était peut-être pas suffisamment connu*, sous entendu : le prochain mis en cause pour les mêmes faits ne bénéficiera pas de la même clémence. Dans une telle approche que je considère tout à fait estimable et souhaitable, est-il vraiment nécessaire que le principe de publicité soit aussi strict que le prévoit la loi ?

**Olivia DUFOUR**

Maître, vous voulez rebondir ?

**Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

Pour répondre à votre question, par le fait que les affaires d'abus de marché soient, en général, plus médiatiques que les affaires disciplinaires, je ne suis pas convaincu qu'il faille organiser de fait un régime de publicité différent. Je voulais rebondir sur ce qu'a dit Monsieur Fossier. Je pense que, premièrement, nous ne sommes pas en matière judiciaire, nous sommes effectivement en matière administrative. Deuxièmement, je ne crois pas que ce soit question de faire des cachotteries. Nous sommes en face d'une question de cohérence. A partir du moment où – je comprends que ce soit le cas de la Commission des sanctions pour l'instant – nous considérons que l'anonymisation peut être une bonne chose – Bertrand faisait la différence entre personne physique, personne morale – c'est vrai que pour un jeune professionnel il est difficile de faire suivre toute sa carrière. Même pour les personnes morales ! Tu disais : « maintenant tout le monde va devant la Commission des sanctions » : on n'y va tout de même pas comme on va chez le coiffeur. Même pour les personnes morales c'est un vrai sujet. Le risque réputationnel et le risque d'image, je me répète, sont très importants et nous sommes à l'heure d'Internet : à partir du moment où il y a une publicité nominative de ces décisions, cela suit, surtout quand il y a eu un article dans Les Echos ou La Tribune, je ne sais pas combien d'années. Je ne sais pas au bout de combien de temps c'est anonymisé mais c'est un vrai sujet. Si nous abandonnons l'anonymisation il n'y a pas de problème de publicité des séances. Si on considère que l'anonymisation est une bonne chose, à ce moment-là il y a un problème de cohérence avec les séances publiques qu'il faut régler. C'est pour cela que je proposais une approche se rapprochant un peu celle de l'ACP.

**Olivia DUFOUR**

Monsieur Conac, le droit comparé apporte-t-il des réponses à la question complexe de l'articulation entre anonymisation et publicité des séances ?

**Pierre-Henri CONAC**

Non, puisqu'en fait aujourd'hui, nous avons vu que le principe est la non-publicité des séances et plutôt la non-anonymisation, en revanche, des décisions. Je n'ai pas évoqué cette articulation, parce que j'avais un temps limité, mais je voudrais indiquer qu'il est toujours prévu des possibilités de recours pour interdire la publication. Par exemple aux Pays-Bas, lorsque l'AFM décide de publier, vous avez la possibilité de faire un recours devant un tribunal à Rotterdam qui permet d'arrêter la publication.. Toutefois, la FSA n'anonymise pas, ni le Danemark. En Espagne, par définition, ce n'est pas anonymisé puisque c'est la seule chose que nous savons.

**Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

Mais ils n'ont pas de séances publiques.

**Pierre-Henri CONAC**

Non, ils n'ont pas de séances publiques. Ceci dit, si nous prenons une perspective d'évolution de long terme, je me dis que, probablement, nous irons vers plus de publicité des audiences en général en Europe. Pourquoi ? Parce que, traditionnellement, ces autorités sont administratives et les décisions sont souvent prises par le collègue de l'autorité lui-même. Cela marque très fortement le caractère des procédures d'un caractère administratif. Or il me semble, et là encore la France a été un modèle, que la séparation de la décision de sanction des procédures disons administratives

classiques est à mon sens une forme de juridictionnalisation. Nous pouvons le dire clairement. En effet, la séparation fait pencher l'ensemble de la procédure plus fortement vers le monde judiciaire. Je ne serais donc pas étonné qu'au fur et à mesure que les autres Etats Membres adoptent des autorités séparées nous allions de plus en plus vers cette tendance.

Il faut aussi remettre les choses en perspectives. Beaucoup d'Etats membres n'ont donné des pouvoirs de sanctions à leurs autorités que récemment. La BaFin est très hostile à publier parce qu'en réalité elle n'a pas une tradition de sanction aussi forte qu'en France.

Je me dis donc que la création, la séparation institutionnelle des collèges dans ces autorités, vers des Commissions de sanctions qui est la tendance très lourde qui s'est développée ces dernières années va, je ne dirais pas inéluctablement, mais logiquement amener à une approche plus judiciaire et à considérer ces organismes comme, en fait, des organismes indépendants de l'autorité. En discutant avec un avocat et collègue néerlandais, il m'expliquait qu'il estimait que la procédure devant l'autorité néerlandaise pouvait présenter des problèmes parce que finalement, les membres de ce collège séparé ne lui semblaient pas du tout indépendants par rapport au collège ayant donné l'instruction de poursuivre. Il est clair que les avocats demanderont qu'il y ait de meilleures séparations si elles n'existent pas déjà et ceci va renforcer la tendance à la juridictionnalisation.

Ces évolutions se font sur un temps qui n'est pas long mais, enfin, qui prendra quelques années : deux, trois, quatre ans, le temps que les avocats ou les parties souhaitent la publicité. Je pense que, plus nous séparerons en Europe les collèges de commissions séparées, plus elles exerceront le pouvoir de sanction. En effet, comme je vous l'ai dit, il existe beaucoup d'autorités qui commencent à l'exercer systématiquement, à publier plus, à sanctionner davantage, et plus nous irons ainsi vers une juridicisation. En effet, ce sont des avocats qui plaident devant ces autorités et ils sont habitués à travailler devant des juridictions et à en attendre les garanties.

Par ailleurs, la publicité peut être aussi une forme de protection pour l'autorité et qui consiste à dire que nous n'avons rien à cacher. Nous sommes dans un monde de transparence, d'Internet, qui implique pour une autorité de dire que nous n'avons rien à cacher.

Je me dis donc que la séparation institutionnelle, le caractère de plus en plus judiciaire en réalité de ces commissions séparées devraient logiquement amener à l'application des règles classiques du monde judiciaire, comme le disait Monsieur le Conseiller Fossier, dans un temps que nous ne pouvons pas définir, mais peut-être deux, trois, quatre, cinq ans ou plus encore. A mon sens, c'est une évolution qui semble logique.

### **Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

Juste un petit mot. Je crois que nous pouvons nous réjouir effectivement que la France soit citée comme modèle en Europe mais ceci étant, et sauf erreur de ma part et nous en parlions ce matin, je crois que les travaux en cours de révision de la MIF et de la directive Abus de marché ne prévoient pas de séances publiques.

### **Pierre-Henri CONAC**

Non, ce n'est pas prévu, à ce stade.

**Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

Je ne suis pas sûr que cette généralisation de la publicité soit le sens de l'histoire.

**Pierre-Henri CONAC**

Le sens de l'histoire est difficile à savoir. Les gens qui croyaient l'avoir trouvé se sont trompés. Il faut être prudent en la matière. Il y a un toutefois une évolution très marquante: c'est la judiciarisation de ces procédures, le caractère de plus en plus juridictionnel lié à la séparation. Finalement, nous allons vers de plus en plus de sanction. Pourquoi demandons-nous plus de transparence ? En fait, le public souhaite que cela bouge et il souhaite le savoir. En Angleterre, la FSA poursuit énormément désormais. Ce n'était pas le cas auparavant. Ils sont pressés, ils ont fait un virage à 180 degrés. Qu'attend le public ? Que les autorités poursuivent. Puisqu'elles poursuivent, il y aura plus d'affaires, plus de contentieux, plus d'avocats qui demanderont des garanties, des procédures. Nous arriverons de plus en plus vers des équivalents de juridictions de premier degré, rattachées à l'institution certes, mais comme des quasi-juridictions judiciaires.

**Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE d'HEROUVILLE**

D'où ma proposition : ne remettons pas en cause le principe de la publicité des séances mais alignons-nous sur le régime de l'ACP. La publicité des séances est faite, en grande partie tout de même – c'est l'information du public – pour garantir un bon déroulement du procès pour le mis en cause. Si celui-ci ne souhaite pas que le procès soit public, ce devrait être une possibilité qui lui est réservée, je pense.

**Olivia DUFOUR**

Je crois que nous pouvons ouvrir le chapitre des questions de la salle. Je vous rappelle que nous avons la chance d'avoir tous les membres de la Commission des sanctions dans l'assistance. Si vous souhaitez poser une question soit au panel d'intervenants, soit par exemple à Madame Claude Nocquet, c'est le moment d'en profiter.

**QUESTIONS/REPONSES****Olivia DUFOUR**

Je pensais que le sujet était beaucoup plus polémique que cela. Je crois que Madame Nocquet elle-même a une question à poser.

**Claude NOCQUET**

A défaut de question, je vais proposer quelques réponses. Deux observations me sont en effet venues à l'esprit en vous écoutant tous.

Première observation : nous, Membres de la Commission des sanctions, Monsieur Labetoulle, Monsieur Ferri, nous avons vécu les deux régimes : la séance non publique et la séance publique. Je crois pouvoir dire, au nom de tous, que la publicité, c'est un mouvement qui ne peut pas s'arrêter. Cela va dans le sens, non pas de l'histoire, mais de ce qui doit être, de ce qui garantit le contrôle de tout un chacun. Je crois que Monsieur Labetoulle est tout à fait en harmonie avec moi sur ce point. Cette ouverture au public crée pour nous des contraintes, tant il est vrai qu'une séance publique,

avec la présence de la presse, nous oblige – mais est-ce une mauvaise chose – à un effort de pédagogie dans la présentation du dossier ; cela oblige peut-être aussi les avocats à une plus grande clarté dans leur manière de plaider, et il en est de même pour le représentant du Collège. Je pense que, de ce point de vue, c'est un progrès et que, après avoir ouvert les portes, on ne les refermera pas.

Deuxième observation, s'agissant de ce problème très complexe du droit à l'oubli et du droit à la non-stigmatisation – qui peut impliquer que, quelques années après qu'une décision a été rendue, le nom de la personne qui a été sanctionnée ne soit plus cité – nous avons un vide législatif total. Autrement dit, contrairement à Darty, nous n'avons pas de service après-vente ! Nous n'en avons aucun alors que le monde judiciaire – je pense à toutes les explications excellentes données par Monsieur Fossier – dispose, lui, d'un service après-vente de la condamnation très sophistiqué, avec les bulletins du casier judiciaire, les demandes de relèvement, les effacements liés au sursis, à la réhabilitation... J'évoquerai aussi les lois d'amnistie, qui interdisent à quiconque de citer une personne condamnée pour des faits depuis lors amnistiés... Sur tous ces terrains-là, s'ouvrent à nous des pistes de réflexion à explorer, des recherches à faire sur la gestion du post-sentenciel. Je donnerai un exemple : à partir du moment où il est décidé, quelque temps après que la commission a prononcé une sanction, de retirer toute référence au nom de la personne sanctionnée – c'est l'anonymisation a posteriori –, ne pourrait-on pas envisager une interdiction de citer le nom de cette personne, y compris sur Internet ? Si celle-ci apparaissait néanmoins, ne peut-on imaginer une procédure destinée à faire cesser ce trouble et à réprimer un tel comportement ? Et il y aurait beaucoup d'autres exemples, où pourraient être pris en compte, pour faire jouer ce droit à l'oubli, le fait que la somme correspondant à la sanction prononcée a été payée, que l'indemnisation des personnes lésées par le manquement a été assurée... Il me semble que dans ce domaine du « service après-vente », il y a beaucoup de possibilités à envisager et de réflexions à avoir... et que cela pourrait être le thème d'un nouveau colloque !

### **Olivia DUFOUR**

Merci, Madame la Présidente. Quelqu'un a-t-il une question ? Non ! Dans ce cas, est-ce que l'un des invités souhaite ajouter quelque chose ? Ah si, il y a une question, pardon, avec les projecteurs nous ne voyons pas grand-chose. Allez-y !

### **De la salle**

Je m'interroge, Madame Dufour, sur le rôle des journalistes plus précisément. Vous avez un rôle important du fait d'épingler les sociétés. Ma question est la suivante : comment choisissez-vous les sociétés que vous épinglez dans les journaux ?

### **Olivia DUFOUR**

Je n'aime pas tellement le mot « épingle » qui a une connotation péjorative renvoyant à l'image du journaliste vautour assoiffé de sang. En fait, notre rôle consiste à sélectionner et hiérarchiser l'information. Nous choisissons donc en fonction de l'importance que nous paraît avoir le dossier pour l'information du public. C'est aussi simple que cela. Je crois que votre question permet de lever un fantasme. Il n'y a pas de tableau de chasse dans les rédactions. Je pense que nous ne sommes pas du tout dans cette logique. Nous faisons tous ce métier par passion de comprendre et de raconter ensuite et d'expliquer. Nous sommes curieux. C'est cela le moteur du métier. Nous sommes 37 000 journalistes en France, il est possible que certains fonctionnent différemment, mais

globalement, nous ne cherchons pas à « épinglez » les gens, nous transmettons les informations que nous jugeons importantes. Il est bien évident qu'une affaire comme EADS est importante parce qu'elle concerne des personnalités qui ont des responsabilités et qui sont mises en cause sur des sujets graves. Nous estimons donc que le public est en droit d'être informé sur ce sujet.

Ensuite, comme je le disais tout à l'heure, nous sommes parfaitement conscients que nous avons une arme nucléaire entre les mains. Daniel Schneidermann, patron de l'excellent site Internet de décryptage des médias *Arrêt sur images*, souligne très justement que « les médias hystérisent l'information ». Nous en sommes tout à fait conscients. Un propos anodin qui n'émouvra personne à la machine à café, dès lors qu'il est reproduit dans un article de presse, devient soudain une source de polémiques infinies. Nous le savons, c'est notre métier. Et nous faisons des arbitrages en fonction de cette connaissance du danger médiatique, ainsi quand on voit que le cadre d'une société de gestion a été mis en cause pour un petit manquement véniel à une réglementation qui n'a pas d'importance particulière, nous n'allons pas donner son nom parce que cela n'intéresse personne ; nous ferions plus de mal que de bien. Nous connaissons aussi la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'Homme et nous savons très bien que le droit à l'information est toujours en opposition, comme le rappelait Madame Nocquet tout à l'heure, avec un autre droit comme la vie privée, le secret des affaires. Précisément, la Cour européenne des droits de l'Homme, à chaque fois qu'elle est saisie d'un problème de liberté de la presse, met ces deux droits en balance et se demande si l'atteinte portée, par exemple, au respect de la vie privée de quelqu'un est justifiée par un intérêt légitime du public – je crois que c'est la formule exacte – à avoir connaissance de cette information.

### **De la salle**

Une question très pratique. Comment les journalistes sont-ils informés du rôle des audiences de la Commission des sanctions, des affaires qui vont y passer ?

### **Olivia DUFOUR**

C'est une question dont nous avons parlé en préparant la table ronde, avec Madame Claude Nocquet. Je suis contente que vous la posiez parce que, justement, cela montre l'attention que porte la Commission des sanctions aux risques liés à la publicité. Il y a d'une part, sur le site Internet de la Commission des sanctions, un calendrier des séances qui précise simplement la date et l'heure de celles-ci sur plusieurs mois, je ne saurais pas vous dire combien exactement, de mémoire un trimestre. On nous dit, par exemple : jeudi 25 mai, 9 heures du matin, séance de la Commission. C'est tout. Ensuite, la veille au soir, l'Autorité des marchés financiers affiche sur la porte d'entrée de son bâtiment, place de la Bourse, l'heure de la séance du lendemain et le nom des personnes mises en cause. Cette organisation, qui est en fait une publicité *a minima*, a été soigneusement pensée. Je ne sais pas si Madame Nocquet veut apporter une précision là-dessus. En même temps, puisque c'est public, nous sommes bien obligés d'informer le public qu'il se passera quelque chose.

Et bien écoutez, nous allons clore cette deuxième table ronde. Merci de votre présence.

*Applaudissements*

*Fin de la seconde table ronde.*