

3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats

Lundi 18 octobre 2010 – Maison du Barreau, Paris

Avertissement : Ce document est une transcription des débats du 18 octobre 2010. La forme orale a été conservée.

Table ronde n°2

Le manquement d'initié : données récentes

L'information privilégiée, sa détention, son utilisation et la situation des dirigeants

Table ronde présidée par Bruno GIZARD, ancien secrétaire général adjoint de l'AMF

Intervenants :

France DRUMMOND, agrégée des Facultés de droit, professeur à l'université Paris II Panthéon-Assas

Bernard ESAMBERT, membre du Collège de l'AMF et président de la mission de l'AMF sur la prévention des manquements d'inités imputables aux dirigeants de sociétés cotées

Thierry FRANCO, secrétaire général, AMF

Géraldine ROCH, avocat à la Cour, associée, Brandford Griffith & Associés

Martine SAMUELIAN, avocat associé, responsable du pôle Institutions et Services Financiers, Jeantet Associés

Bruno GIZARD

Bonjour à tous. Le thème de cette deuxième table ronde porte sur le manquement d'initié. Nous allons, plus précisément, essayer d'en tirer les enseignements apportés, dans ce domaine, par la Commission des sanctions ainsi que par les instances de recours, non seulement la Cour d'Appel et la Cour de Cassation mais aussi – comme cela a été évoqué par Daniel Labetoulle dans son propos introductif – la Cour de Justice de l'Union européenne, tant il est vrai que la Commission des sanctions ne fait jamais qu'appliquer une directive européenne que les autres pays ont aussi à interpréter.

Le sous-titre figurant sur le programme va nous servir de fil conducteur. Il y est écrit : « le manquement d'initié : les données récentes, l'information privilégiée, sa détention, son utilisation et la situation des dirigeants ». Nous allons donc examiner successivement : qu'est-ce qu'une information privilégiée ? Qui peut être considéré comme l'ayant détenue ? A partir de quand peut-on parler d'utilisation abusive d'une information privilégiée ? Enfin, nous aborderons d'une manière particulière le cas spécifique des dirigeants des sociétés cotées qui sont exposés, par nature, aux risques d'usage abusif d'une information privilégiée, comme le souligne la rédaction de l'article 622-2 du Règlement général.

Pour nous aider dans notre réflexion, nous allons bénéficier du concours de : France Drummond, Professeur à l'Université Paris II Panthéon-Assas et responsable du Master 2 Professionnel de Droit des Affaires et Fiscalité de cette université; Martine Samuelian, Avocat associé et responsable du pôle Institutions et Services financiers au sein du cabinet Jeantet ; Géraldine Roch, Avocat associé au sein du cabinet Brandford Griffith ; Thierry Franco – que je ne vous présente pas -, Secrétaire général de l'AMF ; Bernard Esambert, membre du Collège de l'AMF et chargé par ce Collège de formuler des propositions de nature à prévenir les manquements d'inités des dirigeants des sociétés cotées.

Nous allons donc, tout d'abord, aborder trois sujets : la nature de l'information, le problème de sa détention et le problème de son utilisation. Je donnerai ensuite la parole à Bernard Esambert qui nous fera part de ses réflexions, avant de conserver quelques minutes pour que vous puissiez poser les questions que vous aurez inspirées le débat.

Premier thème : la définition de l'information privilégiée. Vous savez que l'article 621-1 du Règlement général a reproduit quasiment au mot près le texte de la directive. Quand on parle de directive, on parle de la directive chapeau et de la directive d'application. Je voudrais commencer par demander à France Drummond : quelles sont les questions que pose, à votre sens, cette définition telle qu'elle figure dans la directive et donc dans le Règlement général de l'AMF ?

France DRUMMOND

Monsieur le Président, vous m'avez donné cinq minutes pour parler de l'actualité de la notion d'information privilégiée, aussi me permettez-vous de concentrer mon propos sur les deux questions qui me paraissent encore ouvertes. Elles tiennent au caractère précis (I) et au caractère sensible (II) de l'information privilégiée.

On sait qu'aux termes de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF l'information, pour être privilégiée, doit présenter trois caractères : elle doit être confidentielle, précise et sensible.

I. Le caractère précis est défini à l'article 621-1 al. 2 : « Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés ».

Il faut donc deux éléments pour qu'une information soit considérée comme précise :

Un constat : un ensemble de circonstances, ou un événement avéré ou potentiel

Une appréciation : des circonstances ou un événement dont il est possible de tirer une conclusion quant à l'effet possible sur le cours des instruments concernés

Ce deuxième élément est délicat à caractériser : chez qui, en effet, juger l'appréciation ? pour qui doit-il être possible de tirer une conclusion de l'événement ?

Deux approches sont envisageables :

Une approche subjective ; la question est alors : l'initié - le dirigeant, l'analyste... - qui connaissent parfaitement l'entreprise et le contexte de son activité, ont-ils pu personnellement tirer une conclusion quant à l'effet possible de l'information sur les résultats de l'émetteur ?

Une approche objective, et la question devient : le marché, autrement dit « un investisseur raisonnable » aurait-il tiré une conclusion de cette information ?

La Commission des sanctions peut paraître hésiter entre ces deux approches. J'en veux pour preuve trois décisions récentes de la Commission :

La Décision Gécina du 29 septembre 2009 affirme que « le caractère précis de l'information s'apprécie objectivement, indépendamment de la façon dont elle a été transmise à la personne mise en cause ». Mais elle est contredite quelques jours plus tard par la Décision Infogrames du 12 novembre 2009 en ces termes : « pour examiner, (...) le degré de précision de l'information donnée ou reçue, il conviendra d'en déterminer exactement le contenu et la portée, en examinant, notamment, les circonstances dans lesquelles celle-ci a été transmise » (...) en l'espèce, l'information communiquée était « suffisamment inattendue et précise au regard des hypothèses de travail de l'analyste, pour être privilégiée au sens de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF ». Avant que la Décision Partners Distribution du 14 janvier 2010 ne reprenne une démarche objective: « Les doutes que le mis en cause a pu avoir quant aux possibilités de financement de l'offre publique et à son opportunité sont sans incidence sur le caractère objectivement précis de l'information »...

L'hésitation est légitime :

Retenir une approche objective, n'est-ce pas glisser trop tôt dans l'analyse de la sensibilité en se demandant si l'information serait de celles qu'un investisseur raisonnable prendrait en considération ?

Mais retenir une approche subjective n'est-ce pas dénaturer le sens du dispositif en faisant de la répression des manquements d'initié la sanction d'un comportement jugé moralement répréhensible et non la sanction d'une rupture d'égalité des investisseurs ?

Cette dernière considération est la plus forte. La finalité de la Directive Abus de marché (2^{ème} et 12^{ème} considérants) impose une approche objective ; il s'agit en effet de préserver la confiance des investisseurs en veillant à ce qu'ils soient placés sur un pied d'égalité et non de punir un comportement considéré immoral. Aussi, peu importe la qualité de l'initié, sa connaissance de l'entreprise et de son activité, sa faculté d'anticipation... peu importe également qu'il ait cru ou n'ait pas cru à l'impact de l'information sur le cours. Seul compte le contenu de l'information : l'évènement est précis, s'il est de ceux qu'un investisseur raisonnable jugerait de nature à affecter le cours des instruments concernés. (cf. Doc. CESR/06-562b, 1.8)

Reste alors à donner un sens, une autonomie, au dernier caractère requis - la sensibilité de l'information - car l'information sensible est justement définie par l'article 621-1 alinéa 3 du Règlement général de l'AMF comme « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

II. Pour que ce caractère ait un sens, il faut considérer que la sensibilité est envisagée par la Directive Abus de marché de manière quantitative et non plus qualitative. Il ne suffit pas que l'information soit de nature à affecter le cours, mais qu'elle soit susceptible de l'affecter sensiblement, ce que le CESR appelle le « test de l'effet significatif sur le cours ». Le CESR a toutefois renoncé à poser des seuils de sensibilité et l'on sait que l'appréciation a priori imposée par la Directive interdit de fonder la preuve de la sensibilité sur la mesure a posteriori du décalage provoqué par la révélation de l'information.

La caractérisation de la sensibilité s'avère dès lors délicate. La Commission des sanctions paraît emprunter deux voies :

Une première voie repose sur l'identification d'informations sensibles « par nature ». Confortée dans cette démarche par la Cour d'appel de Paris, la Commission semble en effet s'engager dans une sorte de typologie des informations en distinguant, parmi celles-ci, les informations sensibles « par nature ».

Pour ne prendre que les décisions les plus récentes, je rappellerai l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 15 mai 2008, dans l'affaire GFI, affirmant que « l'annonce par un émetteur de ce que ses prévisions de résultat ne seront pas atteintes est par nature susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours des titres émis ». Formule reprise par la Commission des sanctions dans une Décision du 12 novembre 2009 à propos de la baisse très significative du chiffre d'affaires de la société Infogrames : « l'information était par nature susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours ». Ou encore dans la Décision Partners Distribution, DPAM, du 14 janvier 2010, en ces termes « Considérant que par nature, l'annonce du projet de la société de lancer une OPA amicale aurait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre DPAM, objet de l'offre »...

Une seconde voie consiste à s'attacher, au-delà du contenu de l'information, au contexte dans lequel elle s'inscrit.

C'est ainsi que dans l'affaire EADS, la Commission des sanctions a pu considérer que la connaissance de retards de fabrication de l'Airbus A 380, « dans le contexte existant à la date des faits reprochés », n'aurait pas été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre. C'est aussi le contexte qui est visé par la Commission dans la Décision du 10 juin 2010, lorsqu'elle affirme, dans un *obiter dictum*, qu'une information ne présentant pas à l'origine un caractère sensible, peut devenir une information sensible dès lors qu'interviennent des éléments nouveaux, peu important que ces éléments soient publics...

Quelle voie privilégier ? Sans hésitation la seconde.

Car définir des informations sensibles par nature, c'est considérer le seul contenu de l'information, c'est établir qu'une information est de nature à influencer le cours, c'est s'arrêter, en réalité, à l'examen de la précision.

La preuve de la sensibilité exige davantage : une approche quantitative, un test de l'effet significatif sur le cours, que seul permet l'appréciation du contexte.

Et ce n'est pas le moindre des mérites de l'arrêt Spector que d'avoir permis à la Cour de justice de l'Union européenne, le 23 décembre 2009, de le rappeler: « l'aptitude à influencer de manière sensible sur les cours doit s'apprécier, a priori, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit ».

Bruno GIZARD

Merci. Peut-être pourriez-vous nous dire deux mots sur cet arrêt Spector ?

France DRUMMOND

Monsieur le Président, vous m'avez donné huit minutes, tout à l'heure, pour parler de l'arrêt Spector ! J'y reviendrai donc lorsqu'il sera question de l'utilisation de l'information privilégiée, car c'est cette question qui était au cœur de l'arrêt.

Bruno GIZARD

Pour rassurer l'auditoire, vous aurez tout à l'heure toutes les précisions utiles sur l'arrêt Spector. Je voudrais maintenant passer la parole à Thierry Francq à propos de cette incidence sur le cours. Est-ce que cela pose des problèmes quand il s'agit d'apprécier si une information est sensible ou pas ? Ce que je souhaiterais aussi vous demander c'est si, dans le cadre des réflexions en cours qui devront donner lieu à une révision de la Directive des Marchés, il est question de modifier sur ce plan-là la définition de l'information sensible.

Thierry FRANCO

Merci. Je vais donc poursuivre sur cette question de l'influence de l'information sur le cours, en la croisant avec l'intention des régulateurs de marché de par le monde qui va se renforcer sur les marchés dérivés, autrement dit les marchés des instruments liés. Ceci m'amène à trois observations.

La première. Dès aujourd'hui, dans le contexte juridique qui est le nôtre, il me semble qu'il est bon de rappeler que l'influence sensible sur le cours peut, bien sûr, s'entendre simplement comme une information qui est susceptible d'augmenter ou de baisser le cours de l'action. Cependant, on peut envisager certains types d'information dont l'impact sur le cours de l'action est très incertain, mais en revanche, l'impact sur un instrument lié, c'est-à-dire un dérivé est, lui, beaucoup plus certain. C'est la raison pour laquelle l'AMF a récemment rappelé ces cas sont également couverts par le manquement d'initié, alors que les observations que l'on a pu mener laissent penser que ce point a pu être négligé. Il est vrai qu'à ma connaissance – mais je ne suis pas non plus remonté très loin dans le temps –, nous n'avons pas eu, je crois, en France, de sanctions sur des faits de ce type. Il est probable que la crise et un environnement particulièrement volatile rendent ce risque plus important.

Le deuxième point est l'instrument lié. En Europe, l'acception de ce terme dans un certain nombre de juridictions est appréhendée de façon très limitative : je prends une action cotée sur un marché réglementé, l'action A, et je ne vais considérer que les instruments liés qui ont pour sous-jacent l'action, par exemple une option sur action. L'expérience que nous avons vécue pendant la crise a montré qu'il y avait d'autres types d'instruments liés qui n'avaient pas pour sous-jacent l'action A, mais qui lui étaient cependant fortement corrélés. Je pense notamment aux CDS. Il est vrai que c'est affaire de circonstance. On a bien vu, pendant la crise, que nous avons dans des situations de stress une corrélation forte qui apparaissait entre le cours d'un CDS et le cours d'une action. C'est la raison pour laquelle l'un des enjeux de la révision de la Directive des Marchés est de bien préciser que ce concept d'instrument lié doit être appréhendé de façon large. Aujourd'hui, en France, cela n'a pas été testé. Il me semble que les textes français pourraient être interprétés de façon plus large. En tout état de cause, je crois qu'il y a un large consensus pour préciser au niveau européen une acception large du concept d'instruments liés.

Enfin, un dernier élément plus prospectif. Nous allons bientôt, en France, étendre la réglementation des abus de marché à des marchés qui n'étaient pas soumis à cette disposition : je veux parler des marchés des quotas de CO2. Plus généralement, vous aurez noté que le gouvernement et l'Union européenne se penchent de plus en plus fortement sur l'opportunité d'étendre cette régulation de type financière, dont nous avons l'habitude, à un certain nombre de marchés de matières premières, au-delà du marché des quotas de

CO2. Bien entendu, cela signifie qu'un nouveau type d'information pourrait être utilisé pour des manquements d'initiés. Je crois qu'il faut d'ores et déjà s'y préparer. Je vais prendre un exemple.

Tout récemment, l'ONU a gelé 10 %, une masse assez considérable, de quotas de CO2 provenant de Chine pour des raisons techniques. Cette annonce a fait augmenter le cours des quotas de CO2 de 10 %, ce qui était logique puisque il s'agissait d'une raréfaction soudaine de l'actif, d'où une hausse des prix. Je ne sais pas quel a été le processus de décision au sein de l'ONU pour prendre cette décision. Il est clair que les régulateurs de marché devront alerter un certain nombre de nouveaux acteurs sur la nécessité de prendre de grandes précautions. Les professionnels du financement ont l'habitude de le faire mais d'autres moins. A l'avenir, on aura donc probablement une extension significative des types d'information et de situation, pour lesquels il faudra prévenir les comportements susceptibles de donner lieu à des manquements.

Bruno GIZARD

Est-ce que vous pouvez nous donner une indication sur le délai dans lequel la Directive des Marchés va être révisée, et donc le Règlement général, adapté ?

Thierry FRANCO

La Commission devrait présenter un projet de texte modifiant la Directive des Abus de Marché au début de l'année prochaine. Evidemment, il y a le processus communautaire de négociation de la révision. Je pense que ceci devrait être fait en moins d'un an. A ma connaissance, sur la révision de cette directive, il y a assez peu de divergence.

Bruno GIZARD

D'accord. On devrait donc avoir avant fin 2011, normalement, une directive mise à jour et, par voie de conséquence, un règlement général également mis à jour sur ce point-là.

Je vous propose que l'on passe au deuxième sujet qui porte sur la détention d'une information privilégiée : qui peut-être considéré comme ayant détenu une information privilégiée ? Nos enquêteurs savent bien qu'il y a trois degrés. Le premier degré est l'aveu mais il est extrêmement rare. Le deuxième degré est la preuve matérielle que quelqu'un a détenue, ce qui est déjà un peu plus fréquent mais encore relativement rare. Enfin, on fait de plus en plus appel au faisceau d'indices. C'est ce dernier degré de preuve qui pose le plus de questions. Si le recours au faisceau d'indices a fait l'objet d'une validation par les soins de la Cour d'Appel, il n'empêche que les tribunaux ont pris soin d'encadrer cette approche puisqu'il doit s'agir d'un faisceau d'indices si ce n'est « graves » – on trouve quelquefois l'expression –, en tout cas précis et concordants.

Je voudrais d'abord demander à Géraldine Roch comment vous appréciez ce recours au faisceau d'indices et quels problèmes, à votre sens, cet usage pose-t-il ?

Géraldine ROCH

Monsieur le Président, je ne reviendrai pas sur la description de ce qu'est un faisceau d'indices mais il me semble important de rappeler le principe posé au fil des décisions et qui sous-tend son utilisation, selon lequel, je cite, « à défaut de l'être par une preuve tangible, la détention de l'information privilégiée peut également être établie par un faisceau d'indices graves, précis et concordants desquels il résulte que seule sa détention peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé ». Comme vous l'avez souligné, cette méthode de preuve indirecte est utilisée depuis longtemps : la Commission des opérations de bourse y avait eu recours en 2002, puis la Cour d'Appel de Paris en 2003, elle fut ensuite reprise au fil de très nombreuses décisions par la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers et la Cour d'appel de Paris. Très récemment, la légitimité du recours à cette méthode de preuve a été implicitement mais néanmoins confirmée, pour la première fois, par la Chambre commerciale de la Cour de cassation dans un arrêt du 1^{er} juin 2010.

La possibilité de recourir à un faisceau d'indices graves, précis et concordants afin d'apporter la preuve de la détention de l'information privilégiée semble donc être consacrée, dès lors que le recours à cette méthode de

preuve ne porte pas atteinte à un certain nombre de principes dont l'un des plus importants est le respect de la présomption d'innocence. C'est la raison pour laquelle il faut que ces indices réunis soient véritablement – je le répète encore une fois – graves, précis et concordants, donc sans équivoque, afin d'établir que seule cette détention est susceptible d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en causes ont procédé. De ce fait, la simple vraisemblance ne devrait pas suffire à qualifier une personne d'initié. L'AMF doit véritablement prouver, démontrer, que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer l'intervention litigieuse. A défaut d'indices suffisants, si le moindre doute subsiste, le respect de la présomption d'innocence impose à la Commission des sanctions de mettre hors de cause la personne poursuivie.

Comme cela a été souligné lors de la première table ronde, les décisions de la Commission des sanctions sont assez équilibrées et veillent, pour la plupart, au respect de la présomption d'innocence. A titre d'exemple, je citerai une décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 21 septembre 2009, à laquelle Madame le Professeur faisait référence tout à l'heure. Dans cette affaire, les personnes mises en cause avaient sciemment menti aux enquêteurs de l'AMF en dissimulant l'existence de comptes à l'étranger sur lesquels un certain nombre d'interventions avait été passé. Leur mensonge ayant été mis à jour par les enquêteurs de l'AMF, ces personnes se sont vues notifier des griefs. Cependant, la Commission des sanctions a considéré que le simple mensonge sur l'existence de ces comptes ne suffisait pas à les condamner parce qu'il n'existait aucun autre indice à leur encontre. Leurs investissements n'étaient pas atypiques et il n'existait aucun lien entre ces personnes et l'information considérée. Même s'il subsistait un doute du fait de leur mensonge, la Commission des sanctions a estimé que la présomption d'innocence devait prévaloir et que les personnes poursuivies devaient donc être mises hors de cause. Ainsi, la présomption d'innocence, que les personnes poursuivies avaient craint de ne pas voir respectée du fait de leur mensonge, a, bien au contraire, guidé la Commission des sanctions de l'AMF dans sa décision. Cette décision illustre bien le fait que la Commission des sanctions de l'AMF veille à apprécier le caractère grave, précis et concordant des indices qui lui sont présentés.

Cela étant dit, le recours à cette méthode de preuve pose nécessairement des problèmes à la défense. Je partirai d'une problématique générale avant d'évoquer une problématique plus précise qu'il me semble important de développer.

S'agissant d'une méthode de preuve pragmatique, les indices réunis dépendent de chaque espèce. Il est donc difficile pour la défense d'avoir une vision claire de la jurisprudence de la Commission des sanctions. Il est à cet égard bien souvent surprenant de constater que la réunion de certains indices peut conduire, dans certains cas, à la mise hors de cause des personnes poursuivies alors que, dans d'autres décisions, ces mêmes indices entraîneront une condamnation. C'est véritablement une question d'espèce et de conviction. Il résulte de cette appréciation subjective des indices retenus que la défense devra savoir mettre en exergue, à travers les explications données, le fait que ce n'est pas seulement la détention de cette information privilégiée qui peut expliquer les interventions litigieuses. A cet égard, en faisant une nouvelle fois écho à la première table ronde, la réforme de la procédure d'enquête sera très utile pour l'exercice des droits de la défense. Les personnes qui seront entendues au stade de l'enquête pourront mieux expliquer les raisons pour lesquelles elles sont intervenues, et éventuellement combattre, grâce au respect du contradictoire, avant même qu'il n'y ait de notification de griefs, le fait que les enquêteurs puissent considérer que les explications données ne sont pas suffisantes ou convaincantes. En effet, à ce jour, une personne entendue au stade de l'enquête n'a pas accès au dossier d'enquête et ne sait donc pas nécessairement ce qui lui est exactement reproché. A défaut d'être initiées aux procédures d'enquête de l'AMF, les personnes entendues ne savent pas nécessairement, dès leur première audition, que les explications données sur leurs investissements seront déterminantes pour la suite de la procédure. Par conséquent, le fait de pouvoir compléter, clarifier ou rectifier les premières explications données en leur offrant un droit de réponse avant la notification des griefs va dans le sens d'une meilleure garantie des droits de la défense.

Sans revenir sur les différents indices retenus par les enquêteurs et par la Commission des sanctions pour décider de la qualité d'initié des personnes mises en cause, puisque Martine Samuelian les abordera tout à l'heure, je ne m'attarderai que sur un seul type d'indice qui tend à disparaître, celui du lien entre l'information privilégiée et la personne poursuivie. Le fait qu'il ne soit pas nécessaire pour l'AMF, ainsi qu'il résulte d'un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 5 janvier 2010, de démontrer, préalablement au recours à la méthode du faisceau d'indices, l'impossibilité avérée de trouver une preuve tangible de la détention de l'information

priviligée par la personne poursuivie ne devrait pas, à mon sens, conduire l'Autorité à abandonner toute recherche sur le lien, le cheminement de l'information jusqu'à la personne poursuivie.

Il apparaît pourtant, au fil de la jurisprudence, une tendance à s'exonérer de plus en plus d'un tel indice, ce qui n'est pas souhaitable afin de garantir la présomption d'innocence. La preuve sans équivoque de la qualité d'initié est-elle véritablement possible sans le moindre indice de la transmission de l'information privilégiée ? Il n'est pas question d'exiger des preuves tangibles de la transmission de l'information privilégiée mais de simples indices. Il est de jurisprudence constante que l'Autorité des Marchés Financiers n'a pas à apporter la preuve des circonstances précises dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne poursuivie. Néanmoins, le fait qu'il ne soit pas nécessaire de trouver des indices des circonstances précises du cheminement de l'information – indices effectivement parfois très difficiles à réunir – implique-t-il pour autant qu'il ne faille pas établir, à tout le moins, les possibles circonstances de cette transmission ? Cela m'amène à vous parler de cette décision de la Commission des sanctions du 10 avril 2008 vis-à-vis de Monsieur B., qui au demeurant n'est plus anonymisée à ce jour en raison du recours formé contre cette décision. Dans cette affaire, la Commission des sanctions de l'AMF avait sanctionné Monsieur B. sans qu'il n'existe ni preuve tangible de la détention de l'information privilégiée, ni même le moindre indice du possible cheminement de l'information privilégiée jusqu'à cette personne. Aucune circonstance – même simplement possible à défaut d'être précise – de la transmission de l'information n'avait été retenue. Pour autant, la personne fut lourdement sanctionnée. Un recours ayant été formé contre cette décision, la Cour d'Appel de Paris décide de la réformer dans un arrêt du 8 avril 2009. Elle sanctionnait ainsi la liberté prise par la Commission qui s'était exonérée de tout indice, même le plus ténu, sur le possible cheminement de cette information jusqu'à la personne poursuivie. La Cour d'appel a notamment retenu qu'« en déduisant la détention de l'information privilégiée de son utilisation supposée, tout en imposant à Monsieur [B] d'apporter la preuve, quasi-impossible, que ses acquisitions de titres étaient dénuées de lien avec la détention d'une telle information, et sans même préciser à quel titre ce dernier savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée, l'AMF n'a pas rapporté la preuve qui lui incombait ». Certes, cet arrêt a été censuré par la Cour de cassation le 1^{er} juin 2010 pour manque de base légale. Il incombe donc à présent à la juridiction de renvoi de juger cette affaire en fait et d'apprécier si les indices réunis par l'AMF sont ou non sans équivoque. Entre temps, la Cour d'Appel de Paris a eu de nouveau l'occasion de reprendre la formulation consacrée selon laquelle l'Autorité des Marchés Financiers n'a pas l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue jusqu'à la personne qui l'aurait utilisée.

Que la preuve de la détention d'une information privilégiée ne soit pas rendue impossible en l'absence de l'existence de preuves formelles de cette détention, nous sommes d'accord ; Qu'il ne soit pas nécessaire de réunir des indices des circonstances précises de cette transmission, passe encore ; mais que la qualité d'initié puisse être retenue à l'encontre d'une personne alors même qu'il n'existe aucun indice des circonstances possibles de la transmission, est-ce vraiment possible ? La preuve sans équivoque de la détention d'une information semble requérir à tout le moins la recherche d'une piste possible de transmission de l'information privilégiée.

Afin de mieux apprécier la nécessité de réunir *a minima* un tel indice, il faut s'intéresser aux autres éléments constitutifs du manquement d'initié. Comment déterminer si une personne savait ou aurait dû savoir que l'information est privilégiée si on ne sait même pas de qui, comment, par quel cheminement elle a pu obtenir cette information ? Deuxième conséquence: comment savoir si l'information détenue est une information véritablement précise, si l'on ne sait pas de qui, comment, par quel cheminement cette information a été obtenue ? Il n'est pas juste que des personnes puissent être sanctionnées sans que l'on ait la moindre idée de la manière dont elles auraient pu être initiées alors qu'il existe des décisions de mise hors de cause de personnes à l'encontre desquelles il existe une preuve tangible de leur détention de l'information, parce qu'après analyse de l'information reçue, il est apparu que cette information n'était pas assez précise ou que ces personnes ne savaient tout simplement pas que l'information communiquée était une information privilégiée.

Bruno GIZARD

Merci. Est-ce que Thierry Francq, en tant que responsable des enquêtes, vous avez la possibilité, sinon de répondre aux objections formulées par de Géraldine Roch, du moins d'indiquer de quelles manière le service d'enquêtes s'attache à réunir ce faisceau d'indices et à résoudre les problèmes qui se posent avec ce recours à ce moyen de preuves.

Thierry FRANCO

Je crois que l'utilisation de ce faisceau d'indices dans le domaine de la régulation financière est à la fois nécessaire et légitime. Nécessaire parce que l'on sait très bien, notamment en matière d'initié mais pas seulement, que la preuve matérielle est dans la plupart des cas impossible à obtenir. Autant dire que sans ce type d'outil il n'y aurait pas de prévention suffisante des manquements d'initiés. Cela dit, cela vaut aussi pour d'autres décisions et pas seulement de sanctions. Je pense, par exemple, à une affaire bien connue. La Cour d'Appel a légitimé ainsi, dans le cadre d'une décision du Collège, l'utilisation du faisceau d'indices pour déterminer s'il y avait un concert entre plusieurs actionnaires, ce qui a permis d'éviter de se retrouver dans une situation où il n'y avait de concert que s'il qui se déclarait. D'où la nécessité de ce faisceau d'indices. En ce qui concerne la légitimité, nous avons importé ce concept du faisceau d'indices de la partie pénale. Dans le cadre pénal, il est probable et normal qu'il soit utilisé de façon très rigoureuse, voire restrictive, compte tenu de la gravité des sanctions pénales. Dans le dispositif des sanctions administratives, il me semble qu'il prend là encore plus sa place parce qu'il s'agit de simples sanctions administratives.

Après, comment les enquêteurs travaillent-ils sur le sujet ? Quelles sont les difficultés auxquelles nous faisons face ? Selon le type de situation, on a plus facilement des indices sur le caractère anormal de l'opération ou au contraire sur la façon dont l'information a pu être transmise. Il me semble qu'il est important, pour l'équité, que l'on puisse sanctionner dans ces deux cas schématiques. Je vais donner un exemple simple : les dirigeants d'entreprises cotées, lorsqu'il s'agit d'informations afférentes à l'émetteur en question. Le caractère plausible de transmission de l'information est assez évident en règle générale. Pour un investisseur ou un fonds quelconque, il est, sauf cas particulier, plus difficile d'imaginer trouver un moyen par lequel l'information aurait pu être transmise. Ceci dit, s'il n'y a pas d'indices sur la façon dont l'information a été transmise, cela veut dire que l'on sera d'autant plus exigeant sur les autres aspects de ce faisceau d'indices. C'est comme cela, je crois, qu'il faut raisonner. De ce point de vue, je crois pouvoir dire que nous sommes extrêmement soucieux de réunir un faisceau très solide d'indices.

Il y a eu une affaire, qui n'a pas débouché parce qu'il n'y a pas eu notification de griefs, qui nous a montré à quel point il était important de réunir des indices suffisants. Nous avons vu un particulier mettre toute sa fortune sur une action, juste avant une annonce très positive. Quand vous voyez cela, évidemment, vous partez avec quelques soupçons. Il ne s'agissait évidemment pas de se contenter de ce seul indice. Nous avons « ausculté » cette personne et ses habitudes d'investisseur, et il est apparu – excusez-moi mais je vais dire les choses de façon un peu triviale – que ce n'était pas parce qu'il avait des ambitions d'initié mais simplement parce qu'il était « fou » ! Et pour une fois chanceux ! Ceci montre que les enquêteurs de l'AMF ne se contentent pas de quelques indices à charge, même s'ils paraissent évidents, pour proposer des griefs.

Nous faisons également attention au fait que, sur le caractère anormal de l'opération, il peut apparaître plus facile de réunir des indices lorsqu'il s'agit d'un particulier que d'un professionnel.

Il me semble donc, au total, que le point essentiel est d'arriver à un faisceau suffisant et concordant, mais il est important aussi de laisser une certaine plasticité à ce faisceau d'indices parce que l'on risque, sinon, de créer des iniquités.

Bruno GIZARD

Merci. Maître Samuelian, est-ce que vous considérez que le recours à cette formule du faisceau d'indices est légitime ? D'autre part, quels problèmes, à votre sens, cela peut-il amener ?

Martine SAMUELIAN

Légitime ? Pour moi, elle l'est forcément et depuis extrêmement longtemps. Il en va de la réputation de la Place de Paris mais ce n'est pas le lieu, ici, de revenir sur cette question-là. Il est donc parfaitement légitime, de mon point de vue, que l'AMF recoure par la voie du faisceau d'indices à la recherche de la détention par l'un ou l'autre de l'information privilégiée.

En revanche, vous savez tous que la Commission des sanctions n'a jamais donné une liste des indices qu'elle considère être ceux qui peuvent être retenus pour dire que la personne détient l'information ou pas. Est-ce que cette liste est nécessaire ? Je dirais, pour les praticiens que nous sommes – je rejoindrai en cela Monsieur le Secrétaire général –, que cette liste serait tout à fait restrictive, et pour l'AMF elle-même et pour

les praticiens que nous sommes. Au-delà de cela, je dirais même qu'elle aurait pu être dangereuse dans la mesure où, à nouveau, elle conduirait à être enfermée dans une problématique et une approche qui seraient tout à fait détestables, que l'on se trouve de l'un ou l'autre des deux côtés de la table. Pour autant, c'est bien une appréciation au cas par cas qui est faite par la Commission des sanctions, et heureusement. Il y a tout de même cette surprise que l'on peut avoir lorsque, à la lecture de la notification des griefs visant les indices qui ont été retenus dans cette notification de griefs, on se demande si certains indices sont véritablement susceptibles de participer de ce faisceau ou pas parce qu'ils sont relativement étonnants. Évidemment, broser en 5 minutes ce qui n'a jamais été fait, quels seraient les principaux indices retenus dans le cadre du faisceau d'indices, est une gageure. Nous avons quand même essayé, parce que on aime bien les défis.

Nous avons donc identifié cinq catégories d'indices qui sont ceux les plus retenus à travers les décisions de la Commission des sanctions.

Le premier et principal d'entre eux est celui que j'ai entendu tout à l'heure, à savoir le caractère anormal de l'opération que je ne qualifierai pas d'anormal mais plutôt d'« exceptionnel », ce qui n'est pas tout à fait la même chose. Ce caractère exceptionnel de l'acquisition du titre concerné s'applique non seulement en valeur absolue, c'est-à-dire vis-à-vis des aptitudes d'investissement de la personne mise en cause, mais aussi en fonction des modalités selon lesquelles l'ordre de bourse, d'achat ou de vente, a été transmis. On retrouve là la distinction relativement forte entre professionnels ou non professionnels.

Concernant la stratégie raisonnable de l'investisseur, la Commission des sanctions, au travers de ses décisions, nous donne, à nous les praticiens, les indices de ce que peut être ce caractère exceptionnel de l'acquisition. J'en veux pour preuve les analyses financières, le volume sur lequel a pu porter l'ordre de bourse en question par rapport à la moyenne des échanges sur ce titre, et par rapport aux propres interventions de la personne mise en cause. J'ai notamment à l'esprit la décision qui a été rendue dans un dossier et dans laquelle il y avait à peu près cinq fois et demie le volume qui était quotidiennement traité dans la journée, ce qui, évidemment, a été retenu comme un élément important du caractère exceptionnel de l'ordre passé. C'est un des points sur lequel la Commission des sanctions est très focalisée dans le cadre du caractère exceptionnel.

L'autre point, de mon point de vue également, concerne les modalités de passation de l'ordre. On l'a vu dans certains dossiers. Une fourchette de cours et une durée de validité jour peuvent être des éléments retenus par la Commission des sanctions pour considérer que l'ordre de bourse avait un caractère exceptionnel qui permettait, à la Commission des sanctions, de considérer qu'il y avait bien une probabilité de détention de l'information qui justifiait la raison pour laquelle le mis en cause avait fait cette opération. C'est donc bien au regard de ce caractère exceptionnel ou pas, de notre point de vue, que systématiquement la Commission des sanctions aborde le premier et principal indice. Pour autant, il y a des cas, plus rares mais qui existent, pour lesquels la Commission des sanctions a considéré qu'il n'y avait pas de caractère exceptionnel. Il y a, par exemple, la situation professionnelle du sujet mis en cause qui faisait qu'il avait une connaissance particulière de ce secteur d'activité, ce qui amenait à ne pas considérer que l'opération de bourse pouvait être expliquée exclusivement par la détention de l'information privilégiée.

Le deuxième indice, relativement souvent évoqué et étudié par la Commission des sanctions, est le moment où l'acquisition ou la cession est intervenue sur le marché, et le lien qu'il y a entre l'information privilégiée et ce moment de la transaction. Comme on l'a vu, ce n'est pas seulement cet indice isolé qui va constituer le faisceau d'indices parce qu'il faut bien plusieurs indices pour constituer un faisceau, et non pas un seul. Pour autant, ce moment où l'opération va être réalisée est un élément que la Commission des sanctions va prendre régulièrement en considération. D'un autre côté, il arrive que l'on puisse combattre cet indice avec certains éléments. On a vu dans un certain nombre de dossiers que l'horodatage ou les enregistrements téléphoniques permettent notamment de discuter cet indice.

Le troisième indice est l'absence de toute justification sérieuse ou crédible des opérations incriminées. Comme je le disais tout à l'heure, c'est la détention de l'information privilégiée qui doit expliquer l'opération concernée. Pour combattre cet indice, il appartient aux Conseils que nous sommes d'aller fouiller avec notre client tous les éléments qui lui ont permis de se faire sa propre conviction, avec à nouveau cette différence selon que l'on est un professionnel ou pas parce que l'analyse de l'information n'est pas la même. C'est bien à nous, praticiens, d'aller avec lui faire cette démarche de sorte à pouvoir apporter la preuve que l'indice visé dans la notification de griefs n'est pas susceptible d'aboutir. Sur cette question, la Commission des sanctions

a forgé à nouveau, au fil du temps, sa jurisprudence. Par exemple, dans les décisions type Eiffage, elle a reconnu que l'investissement de la personne mise en cause poursuivait un objectif propre et cohérent, notamment en raison du fait que la nouvelle configuration de la Société Eiffage conduisait indépendamment de l'information privilégiée à une analyse selon laquelle Eiffage disposait d'un fort potentiel de revalorisation.

Le quatrième indice, que l'on trouve assez régulièrement dans les publications de griefs de la Commission des sanctions, est l'existence de relations d'amitié ou de liens professionnels entre les mis en cause. Vous comprenez bien que c'est un élément qui est tout à fait insuffisant pour pouvoir constituer un quelconque début d'indice et décider que vous avez détenu ou pas une information. Pour les professionnels des marchés, c'est dans leur rôle strict que de connaître les autres professionnels. Par conséquent, le simple fait d'avoir dans son carnet Outlook le nom ou le numéro de téléphone de tel ou tel Président de société cotée ou de tel ou tel analyste ne saurait, en aucun cas, expliquer ni justifier le fait d'avoir détenu une information privilégiée. Pour autant, il y a d'autres éléments de preuve qui peuvent être retenus dans le cadre de cette recherche d'existence de liens. On a tous en mémoire les relevés d'appels téléphoniques qui peuvent se trouver dans les dossiers. Quelquefois, à la lecture des notifications de griefs, on est étonné de l'utilisation qui en est faite. Quand on a accès à cette pièce, à savoir le relevé des opérateurs téléphoniques où l'on voit que des appels ont été passés entre des téléphones de personnes qui auraient pu avoir renseigné l'information en question, on est étonné de voir qu'un appel d'une seconde, ce qui veut dire que seule la messagerie vocale s'est déclenchée, peut être retenu comme un élément de preuve dans le cadre d'un dossier. Je vois Monsieur le Président hocher la tête ! Je l'ai dit : c'est uniquement à la lecture de la notification des griefs car ensuite la Commission des sanctions, dans sa grande sagesse, rectifie d'elle-même en lisant les pièces qui lui sont proposées par la Direction des enquêtes.

Le cinquième et dernier élément est l'absence d'accès à des notes d'analyse financière. C'est aussi l'un des points sur lequel il y a lieu d'être vigilant en distinguant les professionnels des non professionnels. Dans la mesure où le Secrétaire général a rappelé que les professionnels avaient, ce qui est leur rôle et leur métier, l'obligation de rechercher quelles pourraient être les sociétés cotées qui pourraient être l'objet à court ou moyen terme d'opérations financières susceptibles de valoriser au mieux le titre, il est logique que l'on fasse la distinction entre professionnels et non professionnels.

Voilà brièvement brossés les principaux indices que l'on trouve dans les décisions de la Commission des sanctions. On pourrait en parler encore pendant des jours et des jours ! Pour ma part, j'aurai une requête sur cette question. Il est quelquefois difficile, quand on ne connaît pas le dossier et que l'on lit simplement les décisions de la Commission des sanctions, d'avoir une analyse des indices qui ont été retenus. J'ai notamment en tête une décision qui a fait couler beaucoup d'encre chez les professionnels puisqu'il s'agissait d'un manquement d'initié retenu à l'encontre de deux gestionnaires d'un fond commun de placement. A la lecture de la décision, il est très difficile, pour les praticiens que nous sommes, de déterminer s'il y a eu réellement détention de l'information ou pas, ou si ces gestionnaires, du simple fait de leurs pratiques et du suivi qu'ils faisaient sur le titre, n'avaient pas défini eux-mêmes des ambitions pour ce titre-là. Quelquefois, les indices retenus par la Commission des sanctions pourraient être mieux précisés pour permettre à ceux qui ne sont pas dans le dossier d'en apprécier toute la substance.

Bruno GIZARD

Le message est passé ! Nous en venons maintenant au troisième sujet qui est l'utilisation de l'information privilégiée. A partir de quand y a-t-il utilisation d'une information privilégiée ? Quelle est la différence entre utilisation et exploitation selon la formulation antérieure ? C'est dans ce domaine que le Collège comme la Commission des sanctions peuvent se trouver dorénavant interpellés par la décision que va nous commenter France Drummond, à savoir la décision de la CJUE dans l'arrêt Spector du 23 décembre 2009. Quels sont les enseignements de cet arrêt ?

France DRUMMOND

Monsieur le Président, vous me permettrez de répondre à votre question en rappelant le sens de l'arrêt avant d'en dégager la portée.

I. La CJUE a rendu le 23 décembre 2009 un arrêt particulièrement important, l'arrêt Spector, relatif à l'interprétation de la notion d'«utilisation» d'une information privilégiée au sens de l'article 2.1. de la Directive Abus de marché qui définit le manquement d'initié.

La question préjudicielle était posée à la Cour par une juridiction Belge. Il convient de la rappeler : la juridiction demandait à la Cour s'il était suffisant, pour qu'une opération soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié primaire en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers concernés par cette information ou s'il était, en outre, nécessaire d'établir que cette personne avait «utilisé» cette information «en connaissance de cause».

La Cour répond en deux temps. En substance : il n'est pas nécessaire d'établir que la personne a utilisé l'information en connaissance de cause ; pour autant, il n'est pas suffisant qu'un initié primaire en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers concernés par cette information pour que cette opération soit une opération d'initié prohibée.

Les deux propositions sont très intéressantes.

- La première était attendue. L'affirmation ne surprend pas. L'intérêt réside dans sa justification. Il n'est pas nécessaire de prouver que l'initié primaire a utilisé l'information parce que l'utilisation est présumée à partir de la réunion des éléments matériels. Mais cette présomption, précise la Cour, ne peut être qu'une présomption simple, eu égard à la présomption d'innocence, et l'initié doit pouvoir la combattre en rapportant la preuve contraire.

La Cour tranche ainsi, de manière équilibrée, le débat qui opposait les partisans d'une conception objective et subjective du manquement d'initié, Elle réfute la thèse d'un manquement purement objectif, trop attentatoire aux droits fondamentaux, Mais elle dispense l'autorité de sanction de la charge de la preuve de l'élément moral, afin de préserver l'efficacité du dispositif.

- La seconde proposition est une surprise : « Toutefois », précise la Cour, (§55) « certaines situations peuvent requérir un examen approfondi des circonstances de fait permettant de s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement le caractère indu que ladite directive vise à proscrire au nom de l'intégrité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs». Et la Cour poursuit au point (§61) : « Seule une utilisation indue, contraire à la finalité de la Directive, constitue une opération d'initié prohibée ».

Autant dire qu'il n'est pas suffisant qu'un initié primaire opère sur un titre en utilisant une information privilégiée pour que cette opération constitue un manquement d'initié prohibé ; il faut, en plus, que l'utilisation de l'information soit indue, autrement dit, contraire à aux objectifs de la Directive.

La Cour remet ainsi la finalité du texte au cœur de la répression : elle en fait le fondement et la mesure de l'action.

Empruntant une méthode bien connue en droit européen, la méthode téléologique, qui consiste à interpréter les dispositions en considération de leur but, ou, plus précisément, au regard des objectifs poursuivis par le dispositif dans lequel elles s'insèrent, la Cour redéfinit le manquement d'initié – une utilisation de l'information privilégiée contraire aux objectifs de la Directive – et, ce faisant, rétablit l'Autorité de sanction dans sa compétence originelle - veiller au bon fonctionnement des marchés et non sanctionner mécaniquement la violation d'une obligation d'abstention.

On comprend que l'apport de l'arrêt Spector ne se réduit pas à l'interprétation de la notion d'utilisation de l'information privilégiée. L'arrêt invite à repenser la répression des opérations d'initié à l'aide :

- d'un principe directeur - la finalité de la Directive - : c'est à l'aune de cette finalité que les comportements doivent être jugés ;
- et d'un principe correcteur - le respect des droits fondamentaux - : alors même que le comportement serait contraire à la finalité de la directive, l'initié doit être admis à renverser la présomption d'utilisation, à rapporter la preuve contraire.

L'arrêt « invite » ou impose ? C'est déjà la question de la portée de l'arrêt.

II. Pour apprécier la portée de l'arrêt Spector en droit français, je distinguerai la portée immédiate de la décision de sa portée médiate

- Portée immédiate tout d'abord : l'arrêt impose une évolution rapide des pratiques des autorités juridictionnelles françaises.

. Impose... parce que la Commission des sanctions pas plus que nos juridictions n'ont le choix. La Cour de justice ne déclare pas, elle « dit pour droit ». Les juridictions nationales sont directement liées par l'interprétation du juge européen.

. Une évolution... parce que la pratique de nos autorités n'est pas conforme à l'interprétation de la CJUE. On sait que la Commission des sanctions comme les juridictions de recours considèrent que le manquement est caractérisé à l'égard d'un initié primaire par le simple fait d'opérer sur le titre en possession d'une information privilégiée. Et qu'une fois la matérialité du manquement établie, seule la preuve d'un fait justificatif permet d'échapper à la sanction : ce fait justificatif c'est le motif impérieux dont la Commission des sanctions affirmait dans une Décision du 28 février 2008 (Décision AMF, Prologue Software, Euroland Finance (...)) qu'il devait relever « de la contrainte ou de la force majeure », et que la Cour d'appel de Paris, assimile à des « circonstances insurmontables » (CA Paris, 15 mai 2008, GFI).

Dès lors l'évolution requise est double :

- en vertu du principe directeur, la matérialité du manquement une fois établie, la Commission des sanctions doit entreprendre une analyse du comportement à l'épreuve de l'objectif de la Directive. Elle doit rechercher si l'utilisation de l'information s'analyse en une utilisation indue, autrement dit (§48), si elle a permis à l'initié se trouvant, du fait de sa connaissance de l'information, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, d'en tirer profit au détriment de ceux qui l'ignoraient.

- en vertu du principe correcteur, la matérialité du manquement serait-elle établie, la Commission des sanctions doit laisser à l'initié la possibilité de rapporter la preuve qu'il n'a pas utilisé l'information litigieuse, qu'il ne l'a pas prise en considération. Il s'agit ici de passer d'une présomption irréfragable à une présomption simple, d'abandonner un système de responsabilité de plein droit qui exclut l'élément moral des éléments constitutifs de l'infraction, pour un système de responsabilité pour faute présumée, plus respectueux des droits fondamentaux.

. Une évolution rapide... car le principe est l'applicabilité rétroactive des arrêts en interprétation. On sait en effet que la Cour de justice a décidé que l'interprétation qu'elle est conduite à formuler doit être appliquée par le juge national, même à des rapports nés ou constitués avant l'arrêt en interprétation afin d'éviter que le droit communautaire ne subisse des distorsions d'application dans le temps (CJCE 27 mars 1980).

Or, depuis décembre 2009, les avancées sont lentes :

La Cour de cassation restait encore, le 23 mars 2010 (n°09-11366, Cyberdeck), sur une référence traditionnelle au motif impérieux comme fait justificatif, et la pratique de la Commission des sanctions ne paraît pas avoir évolué.

On notera cependant que le Conseil d'Etat a saisi l'occasion d'une QPC pour affirmer, dans une décision du 16 juillet 2010, que le pouvoir de sanction de l'AMF ne vise que des manquements dont l'élément moral se déduit des termes mêmes de leur définition, rejoignant ce faisant la CJUE, dans le rejet du caractère purement objectif du manquement.

L'avancée la plus significative est celle de la Cour d'appel de Paris qui, dans un arrêt Kelly Nortène du 30 mars 2010, a fait une partie du chemin, mais une partie seulement. Car, si la Cour admet et se félicite de l'existence d'une présomption simple d'utilisation, elle encadre très étroitement la preuve contraire, maintenant la référence à l'impérieuse nécessité. Quant à la question du caractère indu ou légitime de l'utilisation, elle n'est pas évoquée.

- Au-delà de l'évolution des pratiques des autorités de sanction, l'arrêt Spector pourrait avoir une autre portée, plus indirecte, celle de fragiliser un peu plus la légitimité du cumul de poursuites et de peines en matière de manquement d'initié. C'est la portée médiata de l'arrêt.

Il me reste très peu de temps pour le développer, je ne donnerai que quelques éléments. Les termes de la question sont trop connus pour que j'y revienne. Je rappellerai seulement que le principe non bis in idem, est consacré à la fois par la Convention européenne des droits de l'homme et par la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, sa violation ayant vocation à être sanctionnée tant par la Cour de Strasbourg que par la Cour de Luxembourg.

Ce principe, c'est « le droit à ne pas être jugé ou puni pénalement deux fois pour une même infraction ».

Le débat sur la légitimité du cumul des sanctions administratives et pénales en la matière n'était pas au cœur de l'arrêt, il est toutefois indirectement nourri par l'arrêt.

Tout d'abord, dans une dernière question, la juridiction belge interrogeait la Cour sur le point de savoir s'il y avait lieu, au stade de la détermination de la sanction administrative, de prendre en considération la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale pécuniaire ultérieure. La Cour répond par la négative en ces termes : « l'article 14 de la directive 2003/6 doit être interprété en ce sens que, si un État membre a prévu, hormis les sanctions administratives visées par cette disposition, la possibilité d'infliger une sanction pécuniaire de nature pénale, il n'y a pas lieu de prendre en considération, aux fins de l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif de la sanction administrative, la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale ultérieure ».

Peut-on induire de cette affirmation la consécration par la CJUE du cumul des sanctions en la matière ? Nous ne le pensons pas : la Cour n'était saisie ni d'un recours en annulation, ni d'une exception d'illégalité, mais d'une question relative au mode d'appréciation de la sanction administrative. Sa réponse sur ce point ne saurait préjuger de la conformité du dispositif à la Charte des droits fondamentaux et à la Convention européenne des droits de l'homme.

En revanche, l'arrêt Spector apporte deux éléments qui nous paraissent de nature à ébranler sérieusement la légitimité du cumul.

En premier lieu, la Cour de justice vient, après la CEDH, qualifier expressément les sanctions administratives du manquement d'initié, de sanctions pénales.

(§42) « eu égard à la nature des infractions en cause ainsi qu'au degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner, de telles sanctions peuvent être, aux fins de l'application de la CEDH, qualifiées de sanctions pénales »

En second lieu, la Cour de justice, en réfutant la thèse du manquement purement objectif, en consacrant l'existence d'un élément moral, présumé certes, mais constitutif de l'infraction, rapproche un peu plus les définitions du manquement et du délit d'initié, qui apparaissent aujourd'hui comme une même infraction.

Plus encore, elle met en lumière que les deux infractions ont bien pour origine des « faits identiques ». Ce qui constitue pour la Cour européenne des droits de l'homme depuis l'arrêt de principe Zolotoukhine, du 10 février 2009, le cœur du principe, c'est-à-dire l'idem.

Je vous ai bien entendu M. le Président, et je partage votre attachement au pouvoir répressif de l'AMF.

Mais je ne pense pas que la Cour de cassation française pourra arguer longtemps que le principe est sauf, dès lors qu'est respectée l'exigence constitutionnelle de proportionnalité. Car qui ne voit que le principe non bis in idem ne pose pas un simple problème de proportionnalité, qu'il est question d'un droit de l'homme de ne pas être inquiété deux fois pour des faits identiques, d'une garantie fondamentale de la liberté des citoyens ?

Pas plus que je ne crois que la France pourra s'arc-bouter longtemps sur la réserve qu'elle a posée au Protocole de la Convention européenne. Car celle-ci n'est pas reprise par la Charte des droits fondamentaux, ce qui pourrait l'avoir neutralisée sans que l'on s'en rende compte.

Bruno GIZARD

Voilà matière à réflexion et pour le Collège, et pour les services, et pour la Commission des sanctions. Peut-être ne va-t-on pas aborder la dernière question que vous avez soulevée et qui est la question de la double voie répressive. Je voudrais quand même demander à nos deux Avocatesses quel est leur opinion sur l'arrêt Spector en général, et sur la manière dont la Commission des sanctions aborde cette question de l'utilisation de l'information privilégiée. Est-ce que vous rejoignez France Drummond sur le point qu'il faudra nécessairement faire évoluer la manière dont le Collège, d'abord, et la Commission des sanctions, ensuite, abordent cette question pour rattacher l'utilisation à la finalité de la directive ?

Géraldine ROCH

Monsieur le Président, une évolution semble en effet nécessaire. Rappelons que l'obligation d'abstention de l'initié primaire revêt toujours un caractère absolu dans les décisions de la Commission des sanctions de l'AMF. On peut donc s'interroger sur la prise en compte de l'arrêt Spector par la Commission puisque cette abstention ne doit plus revêtir dorénavant un caractère absolu. C'est ce que rappelle la Cour d'Appel de Paris dans l'arrêt Kelly du 30 mars 2010 où il est expressément indiqué que le caractère absolu de l'abstention doit être supprimé pour justement prendre en compte l'apport de l'arrêt Spector de la Cour de justice de l'Union Européenne du 23 décembre 2009.

Par ailleurs, on peut également relever dans les décisions de la Commission des sanctions qu'il est systématiquement rappelé le caractère objectif du manquement d'initié. Pourtant, si le manquement d'initié peut être caractérisé de manière objective, il ne s'agit pas d'un manquement strictement objectif, bien au contraire. La CJUE comme la Cour d'Appel de Paris relèvent que l'élément moral est présumé et donc bien intégré dans le manquement d'initié. A charge pour la personne qui est poursuivie de démontrer qu'elle n'avait pas l'intention d'utiliser indument ces informations privilégiées.

L'existence d'une présomption d'utilisation de l'information privilégiée implique que la charge de la preuve du fait que cette information n'a pas été utilisée indument incombe à la personne poursuivie. Ce n'est ni à l'AMF ni à la Commission des sanctions de rechercher cet élément intentionnel, mais bien à la personne poursuivie de faire la preuve de cette absence d'intention d'utilisation indue. C'est ce qu'a justement retenu la Cour d'Appel de Paris dans une décision du 23 février dernier, où il était rappelé que c'était à la personne poursuivie d'apporter cette preuve et non pas à la Commission des sanctions. A cet égard, cette preuve sera particulièrement difficile à rapporter, la Cour d'Appel de Paris évoque même une preuve quasiment impossible. Effectivement, arriver à convaincre que l'on n'a pas cherché à utiliser indument une information privilégiée est de toute évidence extrêmement difficile. De plus, il ne faut pas confondre la preuve de l'absence d'utilisation indue de l'information privilégiée avec la preuve de l'absence de détention de cette information privilégiée. En d'autres termes, la détention de l'information ayant déjà été établie, il n'est pas nécessaire pour que le manquement soit constitué que seule la détention d'une information privilégiée puisse expliquer la décision d'investissement critiquée. Dès lors, peu importe que des raisons objectives puissent déterminer un investisseur avisé à acheter des titres ou que l'ordre ait été passé à cours limité, comme le souligne la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 20 octobre 2009. Il ne sert à rien de démontrer qu'une autre personne que la personne poursuivie aurait pu adopter le même comportement.

Dans quel cas pourrions-nous imaginer qu'il n'y ait pas utilisation indue de l'information privilégiée ? Le préambule de la Directive abus de marché nous offre plusieurs exemples de situations *a priori* dérogatoires à la présomption d'utilisation indue de l'information privilégiée que je reprendrai brièvement.

Tout d'abord, le 18^{ème} considérant de la directive dispose que « le simple fait que les teneurs de marché, les organismes habilités à agir en qualité de contrepartie ou les personnes habilitées à exécuter des ordres pour les tiers, disposant d'une information privilégiée, se bornent, dans les deux premiers cas, à mener leur activité légitime d'achat et de vente d'instruments financiers ou, dans le dernier cas, à exécuter un ordre conformément aux règles qui leur sont applicables, ne devrait pas, en soi, être réputé constituer une utilisation de cette information privilégiée ». Il semble que cela soit tout à fait dans l'esprit de la directive puisque, dans le cas contraire, cela conduirait à sanctionner les professionnels de marché qui ne font, en réalité, que réaliser leur activité légitime et utile au bon fonctionnement du marché.

Le 29^{ème} considérant de la directive prévoit une autre hypothèse : « le fait d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à la prise de contrôle de cette société ou d'une proposition de fusion avec cette société

ne devrait pas être réputé constituer en soi une opération d'initié». En effet, la réglementation applicable à de telles opérations garantit une transparence et une égalité de traitement entre les investisseurs. Il n'est donc pas nécessaire et proportionné afin de répondre à la finalité de la directive de considérer comme prohibées de telles opérations.

Je relèverai également l'article 8 de la directive qui prévoit que les interdictions ne s'appliquent pas aux « opérations sur actions propres effectuées dans le cadre du programme de « rachat », ni aux mesures de stabilisation d'un instrument financier », sous réserve que ces opérations soient réalisées conformément à la réglementation applicable. Là encore, il s'agit d'un exemple où le bon fonctionnement du marché doit primer.

J'insisterai enfin sur la nécessité d'apprécier la décision d'acquérir ou de céder des instruments financiers également prévue par la directive. Le 30^{ème} considérant de la directive prévoit en effet que « l'acquisition ou la cession d'instruments financiers suppose nécessairement une décision préalable d'acquérir ou de céder, de la part des personnes qui procèdent à l'une ou l'autre de ces opérations. Le fait d'effectuer cette acquisition ou cette cession ne devrait pas être réputé en soi comme constitutif d'une utilisation de l'information privilégiée ». D'après ce considérant, il faudrait s'intéresser au moment où la cession a été décidée pour savoir si la personne poursuivie avait alors connaissance de l'information privilégiée et pouvait dès lors l'utiliser. Or, il apparaît, au vu des derniers arrêts de la Cour d'Appel de Paris, que ce critère n'est pas encore intégré dans notre jurisprudence.

Il faut à cet égard revenir sur deux décisions récentes de la Cour d'appel de Paris. L'une me semble plus conforme à la lettre et à l'esprit de ce considérant et l'autre peut-être plus contestable. Concernant la première décision, il s'agit d'un arrêt du 2 février 2010 dans lequel la Cour d'Appel de Paris a considéré que la décision de céder des titres par la personne poursuivie avait été postérieure à la détention de l'information, en dépit d'un mandat de gestion confié à la banque de cette personne et d'une lettre de cette banque qui avait été reçue par la personne concernée bien avant qu'elle ne détienne une information privilégiée. Dans cette lettre, il était indiqué que ses titres allaient être cédés conformément au mandat de gestion. La personne poursuivie a apposé sur la lettre de la banque un bon pour accord à une date postérieure à la détention de l'information privilégiée. De ce fait, il pouvait être considéré que la décision de céder ces titres avait été prise postérieurement à la détention de l'information. En l'espèce, la Commission des sanctions de l'AMF, comme la Cour d'Appel de Paris, ont considéré, d'une part, que le mandat n'était pas discrétionnaire et donc que la personne était en droit d'initier les achats et les ventes qui pouvaient intervenir, et, d'autre part, que cette personne pouvait tout à fait ne pas céder l'intégralité de sa participation. Surtout, c'est le fait que la décision de céder ait été prise ou plutôt réitérée postérieurement à la détention de l'information privilégiée qui a conduit à la sanction.

S'agissant en revanche de la décision de la Cour d'Appel de Paris du 30 mars 2010 qui a été évoquée tout à l'heure, la décision de céder de la personne concernée avait été prise bien avant la détention de l'information privilégiée. Elle s'inscrivait dans une succession d'ordres qui avait commencé bien avant et qui n'avaient pas été intégralement passés avant la détention de l'information privilégiée. Ce n'est qu'une partie de ces ordres qui a été exécutée postérieurement à la détention de l'information. Là encore, la Commission des sanctions de l'AMF, comme la Cour d'Appel de Paris, considèrent que la personne poursuivie ne devait pas continuer à céder ses titres après avoir eu connaissance de l'information privilégiée et aurait dû dire aux établissements financiers de cesser les interventions en cours dans la mesure où elle ne justifiait pas d'une quelconque nécessité de vendre. Par conséquent, sans prendre en compte le 30^{ème} considérant de la directive, la Cour d'appel de Paris considère que la seule limite au devoir d'abstention serait de parvenir à démontrer une impérieuse nécessité de vendre ses titres. N'est-ce pas contraire au 30^{ème} considérant de la directive d'écarter ainsi la possibilité de ne pas caractériser de manquement d'initié une cession ou une acquisition de titres décidée avant la détention de l'information privilégiée ? Il me semble qu'une évolution permettant une application plus conforme à la directive serait à ce sujet souhaitable.

Bruno GIZARD

Merci. Maître Samuelian, est-ce que vous pouvez vous aussi nous donner votre réaction par rapport à la manière dont la Commission des sanctions fait usage de cette notion d'utilisation de l'information privilégiée ?

Martine SAMUELIAN

Peut-être un mot en évitant, dans la mesure du possible, des doublons avec ce qui a été dit par France Drummond et Géraldine Roch.

Je pense que l'on doit lire notre réglementation en fonction de l'endroit d'où elle vient et de l'endroit où elle doit aller. Il y a quand même quelque chose qui m'interpelle. On a eu une évolution de textes il y a quelques années au sein de la Directive des Marchés. On a changé la formulation du texte pour passer de « l'exploitation » à « l'utilisation ». Le terme utilisé aujourd'hui dans le texte est donc « utilisation ». Désormais, avec l'arrêt Spector, on vient d'ajouter à cette « utilisation » une « utilisation imbue ». Est-ce que l'on n'est pas en train de revenir à cette notion d'exploitation qui était celle qui existait antérieurement ? Les praticiens que nous sommes avons déjà pratiqué « l'exploitation » avant de passer à « l'utilisation ». Cela était un tout petit commentaire.

Je n'étais pas du tout chargée de faire ce type de commentaire. Vous m'aviez surtout demandé de parler de la notion de motif impérieux retenue par la Commission des sanctions. Je dois dire que je vais aller extrêmement vite parce que les décisions de la Commission des sanctions dont le motif impérieux est retenu sont extrêmement rares ! Beaucoup de motifs peuvent être présentés mais ceux retenus comme impérieux sont extrêmement rares. Il n'y a évidemment pas de définition légale qui soit donnée. On sait, *a contrario*, ce que ne sont pas les motifs impérieux puisqu'on le dit dans les décisions qui sont rendues. On comprend que les besoins de trésorerie ou les contraintes patrimoniales qui pourraient être invoquées par certains ne sont généralement pas retenus comme étant des motifs impérieux. Je dirais qu'il ne s'agit sûrement pas de circonstances insurmontables, pour la commission des sanctions, que d'avoir à régler des impôts ou de ne pas être en mesure de recourir à un prêt, mais c'est là que l'on s'achemine, peut-être, bien trop loin ! Les remboursements dont on avait besoin pour faire face à ce type de charges ne sont donc généralement pas retenus comme motifs impérieux. De même, l'obligation de participer à une augmentation de capital a été considérée comme ne consistant pas un motif impérieux. A ce jour, il y a donc extrêmement peu de cas pour lesquels la Commission des sanctions retient le caractère impérieux du motif. Le motif impérieux est retenu s'il y a des difficultés financières avérées. C'est uniquement sur la base de cette définition que la Commission des sanctions a retenue le motif impérieux. Là aussi, peut-être qu'une précision de ce que pourrait être le motif impérieux pourrait nous être utile.

Bruno GIZARD

Merci. Bernard Esambert, on a rappelé l'obligation d'abstention qui s'applique, en premier lieu, à toute personne qui détient une information privilégiée, je lis l'article 622-2 du Règlement Général, « en sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion, de surveillance d'un émetteur ». Pour autant, il n'a jamais été envisagé d'interdire à un dirigeant de détenir les actions de la société. Cependant, il veille sur lui une sorte de soupçon selon lequel il est un initié permanent. Est-ce qu'il est possible de concevoir une sorte de *safe harbor* qui mettrait les dirigeants à l'abri d'une mise en cause en ce domaine ? C'est un peu la mission que vous avait confiée le Collège de l'AMF.

Bernard ESAMBERT

Oui, je sais que c'est l'un des aspects de cette mission. Cependant, avant d'en venir à cette partie de mon rapport, je voudrais dire que je retiens l'impression, après ce que j'ai entendu, qu'il vaut mieux, une fois de plus, prévenir que guérir. C'est un peu la justification de la mission qui nous avait été confiée. Je vais galoper, compte tenu du temps qui m'est imparti.

Cette mission, je ne l'ai pas accomplie seul. J'avais avec moi quatre membres de l'Autorité des marchés financiers de très grande qualité. Ces personnes sont d'ailleurs dans cette salle. Tous les cinq nous avons auditionné une quarantaine de personnes et d'institutions sur ce thème de la prévention du manquement d'initié, qui concerne non seulement les dirigeants d'entreprise mais aussi les émetteurs, c'est-à-dire les sociétés cotées sur Euronext et Alternext. Je reviendrai sur ces sociétés dans un instant. Nous avons donc beaucoup écouté. A la suite de cela, nous avons élaboré un premier rapport qui a été soumis au jugement du Collège au début de l'été, puis soumis de nouveau à ceux nous avons interviewés. Ce rapport fera l'objet d'un second examen demain matin au sein du Collège de l'Autorité des marchés financiers. Ce qui me met dans une situation délicate vis-à-vis de vous parce que, en quelque sorte, je vous en donne la primeur par

rapport au Collège ! Je vous en donnerai les grandes lignes, ce qui permettra d'éviter cet écueil par lequel ceux qui prennent des notes en ce moment seront en mesure lorsqu'ils liront le rapport qui sortira des délibérations du Collège demain de décrypter la façon dont fonctionne l'AMF !

Nous avons jeté un regard sur l'étranger puisque nous avons observé de très près ce qui avait été fait dans ce domaine aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Ce sont les deux seuls pays qui sont en avance par rapport à nous et aux autres dans le domaine de la prévention. Il y a, du côté des émetteurs, des avancées importantes qui résultent de l'action de structures collectives comme l'AFEP ou l'ANSA, qui ont élaboré des guides, peu importe leur dénomination, depuis maintenant deux, trois ou quatre ans qui sont d'une grande qualité et qui ont inspiré un certain nombre de nos réflexions. C'était le premier point.

L'autre point est un désir ardent des dirigeants d'entreprise de bénéficier effectivement d'un *safe harbor*, c'est-à-dire d'un système de gestion des actions qui résultent de la levée de leurs stock-options ou d'achats, de façon à éviter tout soupçon de commission de manquement d'initié.

Le guide que je soumettrai demain devant le Collège comporte ces deux volets : un volet consacré au rôle des émetteurs et un volet consacré à ce *safe harbor*. Ce sont des volets un peu dissymétriques parce que le premier est composé de recommandations, alors que le second correspond à une « position » sur le *safe harbor* tel que je vais vous le définir dans un instant. J'ai ajouté à ce guide quelques considérations qui relèvent de la morale, du long terme et de l'équité – pardon d'utiliser des gros mots comme ceux-là ! – Il me semble que lorsque l'on définit des systèmes de fonctionnement des entreprises, l'éthique doit être un compagnon exigeant. Je prends plusieurs exemples. Les stock-options ne doivent pas être distribués suivant le bon vieux système ancien du cheval et de l'alouette mais diffusés à un très grand nombre de cadres dirigeants, de cadres non dirigeants et même de cols bleus qui jouent quelquefois un rôle important dans la vie de l'entreprise. J'ai écrit que les chefs d'entreprise doivent être d'autant plus exemplaires qu'ils se situent à un niveau élevé dans la hiérarchie. J'ai écrit également qu'il doit y avoir un parallélisme entre la conservation des actions et le désir des entreprises de s'inscrire dans une politique à long terme. Nous avons d'ailleurs, dans ce domaine, repéré des recommandations dans l'un des codes de l'AFEP et de l'ANSA, selon lesquelles cette conservation doit être, par exemple, de trois années de salaire pour le Président-Directeur général et de deux années pour le Directeur général. Quand on met en œuvre un certain nombre de ces considérations qui visent le long terme et la morale, il me semble que l'on crée dans l'entreprise et dans l'environnement des émetteurs un mode de fonctionnement qui n'est pas spécialement propice à la commission du manquement d'initié. On suscite un comportement moral – je le dis une fois de plus, pardon ! – qui me semble être la meilleure prévention que l'on puisse imaginer en matière de manquement d'initié.

Vous trouverez tous ces considérants détaillés dans les attendus de ce rapport, sachant que ces attendus valent ce qu'ils valent, c'est-à-dire beaucoup et peu suivant l'interprétation que l'on en fait.

J'en viens maintenant aux deux volets du rapport : le volet émetteurs et le volet *safe harbor*.

Sur le volet des émetteurs, j'ai d'abord deux petites remarques. Les émetteurs sont ceux qui vont jouer un rôle important dans la prévention du manquement d'initié, mais il ne s'agit pas uniquement des émetteurs au sens classique du terme. Il peut s'agir d'autres structures. Je pense aux consultants, aux analystes ou aux sociétés de notation dont les cadres dirigeants peuvent se trouver dans des situations d'initié à différentes reprises. Imaginons une société de notation qui, pour une partie du bilan d'une entreprise, va faire passer la notation de cet agrégat d'un triple A à un double B. Le lendemain ou le surlendemain, des mouvements boursiers importants s'en suivront mais ils seront déjà connus des dirigeants de la société de notation, au moment où cela apparaîtra comme une sanction à l'entreprise. Ceci pour dire que la notion d'émetteur est, à mes yeux, plus large que celle qui est définie par les textes, et que ces sociétés de notation, consultants, analystes, banquiers, avocats, etc., pourraient utilement s'inspirer de ce guide de bonnes pratiques.

Les mesures préventives dans ce domaine figurent non seulement dans les deux textes que j'ai cités de l'AFEP et de la l'ANSA, mais aussi et surtout dans un texte du régulateur britannique qui a beaucoup travaillé sur ce thème et codifié les différentes façons pour les entreprises de limiter l'accès à l'information privilégiée. C'est le bon sens qui triomphe ! Je vous cite les têtes de chapitre : identifier les initiés potentiels et en limiter fermement le nombre ; formaliser dans un document écrit, sous forme de procédure ou de code de déontologie, les mesures prises et les obligations qui incombent aux personnes, dirigeants, etc., qui peuvent avoir accès à ces informations ; développer une sensibilité et une culture des salariés par des formations

permanentes dans ce domaine ; favoriser la création d'un déontologue, ce qui est obligatoire pour les banques et pas pour les autres formes d'entreprise. Le déontologue pourrait être le Directeur juridique, le Secrétaire général et, le cas échéant, le Directeur financier ; actualiser périodiquement ces procédures et documents.

Il y a aussi les fenêtres, point très important. En réalité, le principe des fenêtres, en matière d'abstention, s'applique dès que les personnes concernées sont détentrices d'une information privilégiée ou lorsque la remontée des éléments comptables permet de cerner suffisamment le résultat en amont des fenêtres d'abstention. C'est le point essentiel mais on peut y ajouter des fenêtres chiffrées, ce qui est pratiqué couramment par les émetteurs. On a d'ailleurs établi, au sein de l'AMF, un certain nombre de statistiques qui montrent que ces fenêtres sont d'une durée moyenne de 26 jours avant la publication des comptes annuels, de 25 jours avant la publication des comptes semestriels et de 16 jours avant la publication des comptes trimestriels. Si j'ajoute qu'en Grande Bretagne, les fenêtres négatives, les *close periods*, sont de 60 jours calendaires avant la publication des comptes annuels et de 30 jours avant la publication des résultats trimestriels, on ne sera pas étonné que figure dans ce rapport la recommandation que de telles fenêtres soient mises en place, 30 jours calendaires avant la publication des comptes annuels ou semestriels ; 15 jours avant la publication des comptes trimestriels. De plus, les personnes soumises à ces fenêtres ne sont autorisées à intervenir sur les titres que le lendemain de la publication des informations concernées.

Nous faisons également la recommandation aux dirigeants de prendre l'engagement formel de ne pas couvrir les actions gratuites et les actions résultant de stock options. Ceci vous donne une idée très résumée de cette première partie du guide que nous avons rédigé.

J'en viens à la création d'un nouveau mandat dit « mandat de gestion programmée » qui permettrait de bénéficier d'une présomption simple. Ce mandat est très attendu par tous les dirigeants d'entreprise dont certains ont déjà, par anticipation, mis en place certaines formes de mandat qui s'apparentent quelquefois à ce type de mandat. Ce mandat, nous ne l'avons pas complètement inventé. Il résulte aussi de l'observation des dispositifs qui existent en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, et qui sont inscrits dans la réglementation boursière. Ce mandat donnera « le bénéfice d'une présomption simple de non commission du manquement d'initié, sauf à ce que soit positivement démontré une violation des règles du mandat ».

Quelles sont les caractéristiques de ces mandats ? Ils doivent être mis en place dans une période où le dirigeant n'est pas détenteur d'une information privilégiée. L'encadrement des interventions du mandataire doit être fixé par une instruction précise et irrévocable dont l'exécution débutera après une période de latence. Il y aura publicité de la mise en place du mandat à son démarrage. L'obligation d'abstention du dirigeant dans l'exécution du mandat doit créer une « muraille de Chine » entre le mandataire et le dirigeant.

Nous qualifions donc ce mandat de « mandat de gestion programmée ». Il pourra être mis en place à l'initiative du dirigeant ou de la société. Ces deux formules ont leur intérêt. Lorsqu'il sera mis en place par la société, celle-ci pourra le rendre obligatoire pour ses dirigeants et pour un cercle de personnes assimilées aux dirigeants. La société désignera alors le mandataire. Dans tous les cas, nous recommandons que le mandataire choisi ne soit pas celui qui gère le patrimoine personnel et familial du dirigeant. La durée de l'instruction, chiffrée, sera en général de 12 mois mais pourra être inférieure dans certains cas précis. Ce sont 12 mois renouvelables, sous une forme qui consistera à ce que, trois mois avant son échéance, une nouvelle instruction soit mise en place. Ce mandat comprendra une déclaration d'indépendance du mandataire à l'égard du dirigeant qui confirmera toute absence de liens familiaux ou d'affaires. Le mandat pourra prévoir une clause de révocation en cas de contact entre les dirigeants et les mandataires. L'irrévocabilité pourra être levée dans plusieurs cas : événement personnel important, décès ou invalidité du mandant, démission ou révocation du mandant, faute grave du mandataire, événement de marché, offre publique sur les titres de la société, ou le départ du dirigeant ou de l'équipe dirigeante.

Un point important nous a beaucoup préoccupés, sur lequel nous avons longuement débattu : ce mandat qui, par essence, a établi une « muraille de Chine » entre le mandant et le mandataire peut-il se poursuivre pendant les fenêtres négatives définies par la société ? Nous avons pensé qu'il pourrait se poursuivre sauf à mettre en doute la sévérité de cette muraille de Chine entre le mandataire et le mandant.

Nous avons également prévu que ceux qui souhaiteraient ne pas profiter de cette liberté, qui nous paraît tout de même « congénitale » à la qualité de notre mandat et qui feraient donc en sorte que le mandat ne puisse

s'exercer pendant ces fenêtres négatives puissent agir de la sorte. Nous savons, par les consultations auxquelles nous avons procédé, que ce sera le cas pour un certain nombre de dirigeants.

J'en viens au point essentiel qui est l'encadrement des opérations de cession. Aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, les opérations de cession doivent être définies de façon très stricte par un algorithme qui ne laisse absolument aucune liberté au mandataire. Nous avons souhaité donner un petit peu plus de souplesse au système que nous proposons. Il y aura deux cas de figure. Le premier consistera à prévoir une formule ou un algorithme qui déterminera le nombre, le prix et les dates auxquelles seront effectuées les cessions ou les achats sur les titres de la société, avec des variantes du système. La deuxième solution consistera, pour le mandataire, à définir le nombre et la répartition par période de trois mois des opérations réalisées, avec prix de réserve.

Ces mandats donneront lieu à publicité. L'information sera mise en ligne sur le site de la société et les opérations seront déclarées auprès de l'AMF et publiées.

Ce mandat, encore une fois, a été appliqué par anticipation ou, en tout cas, d'une façon qui s'apparente assez au mandat que nous définissons. Au terme des réactions que nous avons reçues, je pense qu'il donnera lieu à un grand nombre d'applications et qu'il créera cette « présomption de nom commission » souhaitée par beaucoup. Vous avez compris qu'il répond à une attente importante.

Merci de votre attention.

Bruno GIZARD

Merci. Je ne doute pas que, dès demain 13 heures, une fois que le Collège aura achevé ses travaux, tout le monde se précipitera sur le site de l'AMF pour avoir connaissance de ce rapport. Je suis désolé parce que nous sommes en retard et qu'il ne nous reste donc plus de temps, ni pour les questions ni pour faire une véritable synthèse.

Nous avons entendu les messages qui ont été communiqués, notamment celui de France Drummond qui invite à s'interroger sur la portée de l'arrêt Spector. Il nous faut maintenant réfléchir à la portée de cet arrêt. Nous avons entendu, sur le faisceau d'indices, un accord sur sa légitimité et une attention apportée à l'usage que l'on fait de ce faisceau. Enfin, nous attendons avec impatience la publication du rapport de Bernard Esambert.

Je propose maintenant que l'on passe la parole au Président pour conclure ce colloque, en remerciant tous ceux qui ont participé à cette table ronde.
