



# LES COMPORTEMENTS D'INITIÉS EN 2001

FLORENCE ROUSSEL\*

Les comportements d'initiés font l'objet d'une réprobation générale. L'initié agit, en effet, sur le marché en faisant usage d'une information qui n'est pas connue des autres intervenants et, ce faisant, tire profit d'une asymétrie dans l'information. Or, parce que l'information est le fondement de l'efficience des marchés financiers, elle doit être également accessible à tous les acteurs afin qu'ils puissent former leur jugement au vu des mêmes données. L'information n'élimine pas l'aléa inhérent à la prévision, mais le réduit. L'initié, parce qu'il exploite une information qui n'est pas publique, supprime cet aléa à son seul bénéfice et efface le risque.

Ces comportements sont d'autant plus choquants qu'ils sont le fait de personnes que leurs fonctions, ou les contacts qu'ils ont avec ceux qui exercent ces fonctions, leur permettent de réaliser une opération au vu d'informations non publiques, auxquelles le marché n'a donc pas pu réagir. Ils constituent de ce fait une atteinte inacceptable à la morale publique qui justifie leur recherche et leur sanction.

Prévention, recherche et sanction sont également indispensables parce que ces comportements portent atteinte à l'égalité des chances entre les investisseurs et à la crédibilité des marchés, et sont ainsi de nature à ébranler la confiance des investisseurs dans les marchés<sup>1</sup> : c'est en effet « l'économie de marché qui se trouve accusée, au nom d'un amalgame entre l'argent sale et l'argent facile »<sup>2</sup>.

Les comportements d'initiés affectent enfin le fonctionnement des marchés et, plus particulièrement, le marché du titre sur lequel porte l'opération<sup>3</sup>.

Au cours des quinze dernières années, la chronique a été défrayée à plusieurs reprises par des affaires d'initiés : scandale Boesky aux Etats-Unis en 1986, Péchiney/Triangle lors du rachat de la société américaine American Can ou encore dans l'affaire Yves Saint-Laurent. En 2000, la presse a fait état de la transmission au parquet de rapports d'enquête de la Commission des opérations de Bourse (COB) sur le marché des titres Sita, Carrefour/Promodès et Dexia, lors d'opérations pour lesquelles des procédures pénales sont en cours à raison de comportements susceptibles d'être qualifiés au regard du délit d'initié.

L'année 2001 pourrait ouvrir un champ nouveau de comportements d'initiés si la preuve devait être rapportée de l'utilisation, par un certain nombre d'opérateurs, d'une information non publique - la décision de procéder aux attentats du 11 septembre 2001 - pour intervenir sur les marchés d'options.

De manière plus générale, l'année 2001 apparaît marquée par le développement des moyens de lutte contre les comportements d'initiés dont le champ territorial et matériel est en voie d'extension. Pour autant, l'établissement des faits et des liens de causalité se heurte à la dispersion géographique des acteurs dont la coopération internationale ne parvient pas aisément à surmonter les effets. L'année 2001 est

\* Chef du service juridique de la Commission des opérations de Bourse (COB).

enfin marquée par le développement des réflexions sur les modalités de prévention de tels comportements.

## UN CHAMP EN VOIE D'EXTENSION

### Des comportements de plus en plus généralement incriminés

Les comportements d'initiés sont susceptibles d'être sanctionnés aux Etats-Unis depuis plusieurs décennies, et les grandes places financières ont maintenant toutes créé l'incrimination, même si les éléments constitutifs en sont plus ou moins largement définis.

Par une directive de 1989, la Communauté européenne a fait de la sanction des comportements d'initiés l'une des conditions du développement des marchés financiers en imposant, aux Etats membres, l'obligation d'introduire l'incrimination dans leur droit.

La condamnation de ces comportements s'est ensuite diffusée sous la pression des grandes places financières pour gagner tardivement la Suisse et, tout dernièrement, Monaco qui a introduit le délit d'initié, sur le modèle français, par une loi du 3 juillet 2001.

Il y a un an, la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine complétait son dispositif en publiant une réglementation relative à la diffusion sélective par les émetteurs d'informations significatives non publiques, notamment auprès des analystes financiers et de certains investisseurs institutionnels, et soumettait les intéressés à l'obligation de publier des informations, immédiatement en cas de transmission volontaire de l'information, rapidement (*promptly*) en cas de transmission involontaire<sup>4</sup>.

En France même, le texte pénal a été modifié à plusieurs reprises depuis 1970, et dernièrement encore en 1996, mais dans

un souci avant tout formel, par coordination avec l'entrée en vigueur du nouveau Code pénal le 1<sup>er</sup> mars 1994 et la définition des marchés réglementés par la directive sur les services d'investissement et la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996. Le texte actuel figure sous l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier et prévoit des peines de deux ans d'emprisonnement et de 10 millions de francs d'amende ou le décuple des profits réalisés.

Par ailleurs, la Commission des opérations de Bourse a compétence, depuis la loi du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier, pour prononcer une sanction pécuniaire jusqu'à 10 millions de francs ou le décuple des profits réalisés à l'encontre des auteurs de manquements à son règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, que ceux-ci soient des initiés primaires (au sein de l'entreprise), secondaires (associés à l'opération) ou même tertiaires (informés par un membre de l'un des deux cercles précédents).

### Une définition en voie d'élargissement

La définition des comportements incriminables n'est pas uniforme, et des réflexions sont en cours sur son élargissement.

En France tout d'abord, le projet de loi portant réforme des autorités financières<sup>5</sup> propose de compléter le Code monétaire et financier par l'incrimination pénale des agissements frauduleux d'initiés tertiaires<sup>6</sup>. Le projet de loi n'ayant pu être inscrit à l'ordre du jour en raison de l'encombrement du calendrier parlementaire, le gouvernement, soucieux de renforcer le dispositif répressif après les attentats du 11 septembre, a déposé cette modification par voie d'amendement au projet de loi autorisant la ratification de la Convention internationale pour la répression du financement du terrorisme.



Le dispositif qu'il est proposé d'adjoindre aggrave, en outre, les peines « lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit », et qualifie les délits d'initiés d'actes de terrorisme lorsqu'ils sont intentionnellement en relation avec une entreprise individuelle ou collective ayant pour but de troubler gravement l'ordre public par l'intimidation ou la terreur.

Dans le cadre du plan d'action pour les services financiers qu'elle a adopté en 1999<sup>7</sup>, et dans la perspective de la réalisation de l'intégration des marchés financiers européens en 2005 décidée lors du Conseil européen de Lisbonne, et de la mise en œuvre du marché intégré des valeurs mobilières pour la fin 2003 décidée à Stockholm, la Commission européenne a lancé une série de propositions de directive dans la suite du rapport du Comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières, au premier desquels figure la directive dite *market abuse* qui traite des manipulations de marché et notamment des comportements d'initiés. L'objectif de la directive « est d'assurer l'intégrité des marchés financiers européens et de mettre en œuvre des normes communes de lutte contre les abus de marché à travers toute l'Europe et de renforcer la confiance des investisseurs dans ces marchés »<sup>8</sup>.

Le renforcement du droit en matière de lutte contre les comportements d'initiés est incontestable, même s'il peut être considéré pour partie que « pour l'instant, le droit paraît surtout être le refuge du discours »<sup>9</sup>.

## UNE IDENTIFICATION SOUVENT DÉLICATE

### La détection des opérations

La première difficulté réside dans l'identification des comportements d'initiés. Plus les interventions sur le titre concerné sont

proches de la date de diffusion de l'information privilégiée, plus des volumes anormaux d'intervention peuvent laisser penser à l'exploitation d'une information privilégiée et susciter des vérifications sur la qualité des donneurs d'ordres. Dans la pratique, les services de surveillance des marchés examinent à tout le moins les profils des transactions dans les jours précédant la diffusion de l'information.

Lorsqu'elles sont étalées dans le temps et éloignées de la date d'annonce de l'opération, les interventions d'initiés sont difficiles à repérer au moyen des seuls systèmes de détection des mouvements inhabituels fondés sur des méthodes de « rendements anormaux ». Dans la pratique toutefois, ces hypothèses sont rares : ce n'est généralement que lorsque la réalisation de l'opération acquiert un degré de plausibilité suffisant que l'intervention a lieu.

L'identification des comportements d'initiés est également compliquée par la réalisation de transactions sur un autre marché de cotation, voire hors marché, et ce, tout particulièrement en cas de cessions de bloc ou de transactions de gré à gré sur les places qui, contrairement à la France, n'imposent pas la concentration des transactions sur le marché<sup>10</sup> ; l'éparpillement des transactions rend alors plus difficile leur détection.

### L'identification des auteurs : les difficultés de la coopération internationale

L'internationalisation des atteintes au fonctionnement des marchés financiers a accompagné la globalisation de ces marchés. La délocalisation des acteurs, qu'il s'agisse des donneurs d'ordres ou des écrans derrière lesquels ils s'abritent, et des membres du marché (ainsi, les membres étrangers à distance - *remote members* - sont contrôlés par leur autorité d'agrément nationale), la pluricotation des émetteurs

et le développement des marchés de gré à gré rendent plus difficile l'identification des donneurs d'ordre.

Dans ce contexte, la coopération entre autorités de marché pour l'échange d'informations est devenue une nécessité incontournable. La directive de 1989 la prévoit, et la loi française en fixe les principes à l'article L. 621-21 du Code monétaire et financier : réciprocité des échanges, communication dans le cadre d'un secret partagé à une autorité exerçant des compétences analogues et astreintes aux mêmes obligations de secret professionnel. En dix ans, la COB a ainsi signé plus d'une trentaine d'accords de coopération et d'échanges d'informations avec des homologues étrangers<sup>11</sup>.

Les attentats du 11 septembre ont relancé les efforts de régulation sur fond de coopération internationale<sup>12</sup>, mais la mise en œuvre de cette coopération apparaît laborieuse dans la pratique. C'est ainsi que certaines places refusent tout simplement d'échanger des informations avec les autorités homologues alors même qu'elles hébergent le donneur d'ordre ou la structure-écran qui le dissimule, mais dont elles disent ne pas connaître l'actionnariat.

Sont, à cet égard, tout particulièrement opaques les centres financiers dits *offshore* figurant sur les listes noires de l'OCDE, du Gafi et du Forum de stabilité financière, dont les réglementations et pratiques laxistes sous couvert de protection du secret bancaire en font, à tous égards, un des maillons faibles du système financier international.

Les difficultés tiennent également aux contraintes internes de procédure comme l'illustre l'exemple suisse : l'autorité requérante étrangère doit justifier de ses caractéristiques et de son engagement de respecter les principes de la loi fédérale sur les Bourses et le commerce des valeurs mobilières ; dès lors que l'échange d'informations porte sur l'identité des clients du

négociant, les intéressés sont informés de la procédure, ils ont droit d'avoir accès au dossier et de connaître le contenu de la demande et sa justification ; une fois l'information transmise à l'étranger, la Commission fédérale des banques (CFB) doit donner son accord à toute autre forme d'utilisation par l'autorité requérante (par exemple aux fins de transmission à l'autorité pénale, acte qui requiert de surcroît l'accord de l'Office fédéral de police) ; enfin, l'entraide administrative ne peut être accordée si les noms des personnes prises à partie dans les procédures étrangères sont rendus publics dès le début de la procédure, comme le fait la SEC américaine sur son site internet<sup>13</sup>.

## L'AFFINEMENT DE LA PRÉVENTION

La source première de l'information d'initié est l'émetteur lui-même.

Dès lors, toute prévention des comportements d'initiés passe par le développement de plusieurs principes qui trouvent notamment une expression dans le projet de directive relative aux manipulations de marché.

### **L'obligation de rendre immédiatement publiques les informations susceptibles d'avoir une incidence sur la valorisation de l'émetteur ou l'évolution du titre**

Ainsi que le précise le règlement n° 90-08 de la COB, la non-diffusion d'une telle information ne peut être justifiée que par la protection des intérêts de l'émetteur qui doit alors s'organiser pour prévenir tout risque de fuite.

Les discussions en cours sur le projet de directive font apparaître une hésitation sur la question de savoir si l'abstention doit être soumise à l'autorisation de l'autorité de marché.



### **La sécurisation, par l'émetteur, de l'information non diffusée**

Pour une opération donnée, l'organisation de la confidentialité par la conclusion d'accords *ad hoc* avec toutes les personnes associées à la préparation de l'opération apparaît nécessaire dès les premiers moments de la discussion avec un éventuel partenaire. Très rapidement, en effet, une dizaine, puis bientôt un plus grand nombre de personnes encore, a connaissance de l'existence de ces discussions. De manière permanente, l'établissement de codes de déontologie internes aux émetteurs, rappelant les obligations d'abstention des salariés et des dirigeants, permet de rappeler les intéressés à leurs obligations, d'éclairer l'application du principe d'abstention, de désigner un interlocuteur en cas d'incertitude. Ces codes prévoient parfois la déclaration des opérations sur les titres de l'émetteur, à tout le moins pour les initiés primaires internes que sont les mandataires sociaux, obligation qui s'impose à toutes les sociétés cotées aux Etats-Unis depuis 1933.

### **Le rappel du principe de l'égalité d'accès à l'information**

Un émetteur doit veiller à ne pas faire bénéficier les analystes financiers qui suivent son titre ou certains investisseurs institutionnels d'informations dont il n'assurerait pas la diffusion générale simultanée. Dans son rapport publié en janvier 2000, le groupe de travail, constitué par la COB, sur l'alerte aux résultats, présidé par Jean-François Lepetit, a formulé un certain nombre de recommandations pour encadrer ces relations afin de prévenir tout dérapage à cet égard. La nouvelle réglementation

américaine sur l'information sélective s'inscrit dans la même approche.

### **La sécurisation des informations privilégiées par les prestataires de services d'investissement**

L'été a été marqué par des débats, nourris dans la presse anglo-saxonne puis française, sur la déontologie des intermédiaires qui sont tout à la fois conseils des émetteurs, intervenants pour compte propre sur le titre, gestionnaires pour compte de tiers... La mise en place de murailles de Chine renforcées, notamment pour prendre en compte la situation particulière des analystes financiers salariés du prestataire, constitue actuellement l'un des objets de réflexion d'un groupe de travail *ad hoc* constitué par le Conseil des marchés financiers.

Le champ juridique du délit d'initié est en voie d'extension, mais le droit ne monte en puissance que lorsque la loi est effectivement respectée, défi à première vue particulièrement hasardeux dans un environnement financier largement globalisé alors que le pouvoir de contrainte appartient traditionnellement aux Etats.

Dans cette perspective, le renforcement des régulateurs boursiers nationaux organisés en réseaux fortement structurés, à l'image du CESR qui réunit les régulateurs européens<sup>14</sup>, est un gage d'efficacité du contrôle. La réduction de l'opacité des centres *offshore* apparaît également indispensable. Le jeu est devenu mondial : le respect de ses règles appelle, par nature, une coordination et une coopération internationales fortes.

## NOTES

1. Ces justifications se trouvent notamment exprimées dans la Convention du Conseil de l'Europe de 1989 sur les délits d'initiés aux termes de laquelle l'existence de ces délits « compromet (...) l'égalité des chances entre les investisseurs et la crédibilité du marché », ou encore par la directive du 13 septembre 1989 dont les considérants énoncent que « le bon fonctionnement d'un marché est, dans une large mesure, tributaire de la confiance que celui-ci inspire aux investisseurs (...). Les opérations d'initiés (...) sont de nature à remettre en question cette confiance ». Ces justifications figurent également au nombre des objectifs des principes formulés en 1998 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO).
2. Alain Minc, *L'argent fou*, Grasset, 1990, p. 77.
3. Voir à cet égard l'analyse modélisée proposée par L.-T. Meubroeck, *An empirical analysis of insider trading*, *Journal of Finance* n° 5, décembre 1992, et la théorie de l'efficience des marchés développés par E. F. Fama notamment dans *Efficient capital markets : a review of theory and empirical work*, 25 *Journal of finance* 383, 1970.
4. Règle *Selective disclosure and insider trading* entrée en vigueur le 23 octobre 2000.
5. Assemblée nationale n° 2920 enregistré le 7 février 2001.
6. Il envisage également la suppression du manquement d'initié dans le souci de prévenir les cumuls de sanctions. Cette évolution serait toutefois regrettable eu égard à la nécessité de sanctionner rapidement certains comportements qui ne sont pas constitutifs du délit, et pour lesquels une sanction pénale ne constitue pas une réponse adaptée à la nature et à la gravité de l'infraction.
7. *Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers : plan d'action*, Communication de la Commission du 11 mai 1999, COM (1999) 232, dont l'un des objectifs est de « renforcer l'intégrité des marchés en limitant la possibilité, pour les investisseurs institutionnels et les intermédiaires, de manipuler les marchés (...) et de définir une discipline commune (...) afin d'accroître la confiance des investisseurs ».
8. Exposé des motifs de la proposition de directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) du 30 mai 2001.
9. M.-A. Frison-Roche in *L'Agefi*, 10 octobre 2001.
10. Les opérations hors marché doivent en effet être rapportées au marché bien qu'elles ne conduisent plus à désintéresser le carnet.
11. Rapport annuel 2000 de la COB, p. 342.
12. Voir à cet égard la constitution, par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) lors de sa réunion à Rome le 12 octobre 2001, du comité de projet chargé de proposer des mesures pour renforcer les échanges d'informations entre les régulateurs boursiers, présidé par Michel Prada président de la COB, qui a précisé que « La décision de fonder ce comité a été prise à la suite des attentats du 11 septembre, lesquels ont suscité le besoin d'accélérer la mise en œuvre de principes de coopération entre régulateurs en matière de lutte contre la criminalité financière ».
13. Voir C. Lombardini, *L'entraide internationale en matière boursière en droit suisse*, *Banque et droit* n° 74, nov.-déc. 2000, pp. 18-20, et intervention du Dr Urs Zulauf, sous-directeur de la Commission fédérale des banques, le 26 avril 2000.
14. Issu de la récente transformation de Fesco dans la suite du rapport Lamfalussy.