

# Le point de vue du régulateur

**FLORENCE ROUSSEL**  
Secrétaire général adjoint  
AMF



*L'Autorité des marchés financiers a participé très activement au processus d'élaboration du dispositif européen Abus de marché, dans le cadre du Comité des régulateurs européens de valeurs mobilières (CESR), et c'est en étroite concertation avec la place qu'elle a élaboré les mesures de transposition dans son règlement général, en particulier pour la mise en œuvre du volet préventif qui est le plus novateur pour le marché français. Reste pour les émetteurs et leurs conseils à mettre en place les listes d'initiés et aux établissements à se doter, d'ici au 1<sup>er</sup> juillet, d'une organisation interne leur permettant d'assumer leurs obligations en matière de détection et de déclaration au régulateur des opérations suspectes.*

Les régulateurs européens ont joué un rôle important dans l'élaboration de ce corpus de règles posées par la directive cadre Abus de marché et ses directives et règlements d'application, notamment au sein du CESR auquel la Commission européenne a confié plusieurs mandats aux fins de proposer les mesures dites de niveau 2. Plus en amont, les autorités de marché, et singulièrement la COB, avaient constaté que les flux financiers ne connaissaient pas de frontières et qu'une coopération au moins européenne, si ce n'est internationale, devait être organisée, sur la base d'une harmonisation des définitions des abus de marché, notamment des manipulations de marchés qui n'étaient pas prises en compte par la directive de 1989, cantonnée aux comportements d'initiés, alors que la législation française connaissait depuis longtemps les délits et manquements de fausse information et de manipulation de cours. Depuis une période plus récente le dispositif français s'était également enrichi de quelques mesures préventives que les directives abus de marché sont venues compléter et renforcer et dont la mise en place est en cours de finalisation.

## I. Un dispositif préventif et répressif largement anticipé par la loi française et la COB

Si le volet préventif du dispositif résultant des directives Abus de marché est le plus novateur pour la France, pour d'autres États membres la dimension répressive est également très nouvelle. En effet, jusqu'à présent, la plupart des législations européennes ne comportaient pas de dispositions sur les manipulations de marché, ce qui limitait l'efficacité de la coopération dans la recherche et la sanction des infractions de marché. Le législateur européen a donc franchi une étape décisive en retenant une

approche plus large des abus de marché et en édictant des définitions communes à l'ensemble des États membres.

Le deuxième apport essentiel des directives Abus de marché réside dans le principe de leur mise en œuvre par des régulateurs publics. À cet égard, l'histoire de la régulation financière européenne montre une montée en puissance d'une régulation publique sur le modèle de la SEC et de la COB. La régulation des marchés financiers est dorénavant identifiée comme une mission de police administrative et les directives du plan d'action pour les services financiers mettent l'accent sur la nécessité de créer des autorités publiques de régulation dotées de pouvoirs d'enquête et d'un pouvoir de sanction en cas d'abus de marché. Cette évolution conduit certains de nos partenaires à procéder à des aménagements institutionnels substantiels. C'est ainsi, par exemple, que les pouvoirs de la CONSOB italienne vont être élargis.

Certaines des mesures préventives prévues par les directives Abus de marché étaient déjà en germe dans le droit positif français. L'ordonnance de 1967 instituant la COB avait ainsi posé, en l'absence d'incrimination de l'exploitation d'information privilégiée (délict d'initié), une obligation de déclaration des opérations des dirigeants. La COB ayant été immédiatement submergée par des déclarations portant souvent sur des quantités dérisoires, l'obligation déclarative a été supprimée dès l'année suivante et le délict d'initié introduit en droit français. L'idée d'instaurer à nouveau une telle obligation est revenue face au constat que le marché est sensible aux acquisitions et cessions faites par les dirigeants de titres de leur société : le dirigeant donnerait ce faisant un signe au marché sur la confiance qu'il place dans l'entreprise et ses perspectives d'évolution. En l'absence de fondement législatif la COB avait donc recommandé il y a quelques années qu'une information soit donnée au marché sur ces opérations.

En ce qui concerne l'établissement de listes d'initiés, si aucune obligation particulière n'avait été définie en

France, la COB avait publié une recommandation sur les *data rooms*, conseillant l'établissement de conventions pour identifier les personnes initiées et assurer la confidentialité des informations mises à disposition d'éventuels acquéreurs.

Les directives Abus de marché, et les textes pris pour leur application en droit français, vont beaucoup plus loin, notamment en associant fortement les opérateurs de marché et les émetteurs à ce volet préventif.

## II. La mise en œuvre du dispositif en France

L'AMF a participé très étroitement aux travaux de préparation des directives et des règlements Abus de marché, dans le cadre des mandats confiés au CESR par la Commission européenne et elle continue à travailler au sein de celui-ci pour l'élaboration des mesures dites de niveau 3.

### A. Un processus en voie de finalisation

S'agissant de la transposition en droit interne, la mise en œuvre du dispositif s'est traduite par un volume important de textes législatifs et réglementaires ainsi que de positions de l'AMF, même si la FSA a été largement plus prolixe, notamment dans de longs FAQ qui composent des documents d'interprétation très nourris.

Cette transposition en droit interne est aujourd'hui pratiquement achevée. Il manque encore un décret définissant les "personnes étroitement liées" aux dirigeants. C'est une question délicate. Si les époux, concubins, enfants, sont forcément des proches, la question est plus complexe s'agissant des liens avec ou entre des personnes morales.

Pour ce qui est de la transposition dans le règlement général de l'AMF, des modifications ont été apportées à la quasi-totalité des livres, qu'il s'agisse des dispositions relatives aux émetteurs (obligation de publication de l'information sensible), aux prestataires de services d'investissement (conditions d'établissement et de publication des recommandations d'investissement) ou aux abus de marché. Le processus fut complexe, obligations positives et interdictions coexistant dans les textes communautaires. Comme à l'accoutumée cette entreprise de modification du règlement général a étroitement associé la Place, au travers des cinq commissions consultatives de l'AMF, des associations professionnelles, et de consultations publiques. Les directives comportent, en effet, des marges d'interprétation et ouvrent des possibilités d'option. L'AMF a donc consulté sur ces points. Le processus a été assez long et n'est pas tout à fait achevé (même si la date de transposition est dépassée). Il manque en effet les dispositions concernant les recommandations d'investissement publiées dans la presse car le rôle de l'AMF est subsidiaire en la matière : c'est seulement en cas de non-adhésion de l'organe de presse à une association professionnelle que l'AMF interviendra. L'AMF attend donc que le code de conduite ait été finalisé pour en reprendre les règles afin de les appliquer à ceux qui n'auraient pas adhéré au processus d'autorégulation.

Pour mémoire, on rappellera que les rachats d'actions ont fait l'objet d'une littérature abondante et que face à l'appétit des émetteurs français pour ces opérations, le droit français avait mis en place un cadre particulièrement hardi. Si les textes européens ont une appréciation plus restrictive de ce qui est légitime en la matière, en recourant à la procédure des pratiques de marché acceptées, l'AMF a toutefois pu conforter les contrats de liquidité, mis en œuvre dans le cadre de la charte AFEI, et les acquisitions en vue d'apports pour le financement d'opérations de croissance externe. Conformément à la directive, ces deux pratiques ont été transmises au CESR, qui a d'ailleurs posé de nombreuses questions. Il est vrai que la France est le seul État membre à avoir utilisé cette faculté à une telle échelle, en définissant des pratiques très larges, et non uniquement pour des marchés et des titres spécifiques.

### B. Le volet préventif encore quelques ajustements

- **Les déclarations des opérations des dirigeants et assimilés sur les titres de la société : un dispositif dont la mise en œuvre risque de s'avérer malaisée**

La transposition de la partie du dispositif préventif concernant les déclarations des opérations des dirigeants n'est pas tout à fait achevée. À cet égard la loi présente quelques défauts. Tout d'abord elle rend l'obligation déclarative applicable aux titres faisant l'objet d'une cotation sur le marché français, alors que la directive a posé en la matière la compétence de l'État du siège.

D'autre part les dispositions législatives françaises antérieures ont été modifiées par le Parlement à la demande des émetteurs et c'est désormais à l'AMF qu'il incombe de publier les déclarations des dirigeants, assimilés et personnes liées. Or si l'émetteur connaît ses dirigeants et peut les sensibiliser à la mise en œuvre de leurs obligations déclaratives, l'AMF n'est pas en relation avec les intéressés, ne dispose donc pas des moyens d'identifier les redevables de l'obligation d'information ni de s'assurer de l'authenticité des déclarations, sauf à mettre en œuvre des diligences dont on peut se demander si elles ne sont pas disproportionnées au regard de l'intérêt de la mesure. En l'état, le dispositif serait le suivant : réception de l'information par courriel, et vérification au regard de l'avis d'opéré avant publication par l'AMF. Un format déclaratif sera élaboré, reprenant les mentions prévues par la directive.

- **L'établissement des listes d'initiés : un dispositif exigeant**

Relativement aux listes d'initiés, le dispositif prévu par les directives est lourd. L'AMF s'est efforcée d'en clarifier la mise en œuvre pratique en distinguant entre les initiés permanents et les initiés occasionnels, et en précisant les obligations respectives des émetteurs et de leurs conseils. Il a ainsi été indiqué, pour les listes permanentes comme pour les listes temporaires, que l'obligation de mentionner les initiés s'arrête pour l'émetteur au niveau du conseil externe désigné en sa qualité de personne morale, le cas échéant, et que l'établissement conseil ou le cabinet d'avocats devra à son tour établir sa propre liste d'initiés en son sein. Mais le sujet est difficile, et certains

contestent leur insertion dans le dispositif, notamment les commissaires aux comptes et les agences de notation. S'il présente d'indéniables vertus, l'exercice est également très lourd en ce qu'il impose des mises à jour régulières. Une réflexion devra sans doute être engagée au niveau européen une fois que la pratique aura permis de dégager un premier bilan mais, en l'état, l'AMF n'a pas la possibilité d'être moins exigeante que la directive.

- **Les déclarations d'opérations suspectes : la participation des établissements à la détection des abus de marché**

La déclaration des opérations suspectes constitue un aspect important du dispositif, et les considérants de la directive cadre mettent l'accent sur la nécessaire participation des personnes effectuant des opérations sur instruments financiers à titre professionnel à la détection des abus de marché. Le règlement général de l'AMF renvoie très largement à la responsabilité des établissements pour ce qui est des modalités d'organisation du contrôle et de la détection en leur sein. C'est en effet aux professionnels et à leurs associations de déterminer les meilleurs dispositifs à mettre en œuvre. Le CESR a balisé le terrain dans un texte dit de niveau 3, en identifiant une série d'opérations dont les caractéristiques doivent attirer l'attention. Mais le CESR a travaillé sur tous les types de marchés et certaines des pratiques identifiées ne nous parlent pas beaucoup. Les travaux conduits par l'AFEI et la FBF devraient à cet égard faciliter la tâche des intermédiaires des marchés français. Quant au régulateur, il attend, pour reprendre la formule de la FSA britannique, *"la qualité et pas la quantité"*. L'AMF prévoit ainsi de recevoir des déclarations dûment documentées et espère ne pas être soit totalement submergée car les établissements souhaiteraient se protéger pour éviter tout risque de recherche de responsabilité, soit complètement délaissée, la crainte de perdre un client l'emportant sur l'obligation de déclaration.

- **L'ajustement des définitions des éléments constitutifs des manquements**

La crédibilité du dispositif repose sur ce volet répressif. Les directives Abus de marché ont conduit le législateur à revoir à la marge le pouvoir de sanction de l'AMF, notamment en introduisant la répression de la tentative, et en supprimant l'obligation de démontrer dans tous les cas

les effets du manquement, la directive ne retenant pas systématiquement l'effet sur le marché ou les investisseurs même si cet élément constitutif se retrouve dans la définition de l'information privilégiée. Par voie de conséquence le règlement général a fait l'objet d'aménagements, d'autant que les textes européens sont plus précis que les textes français et comportent des exemples. Après s'être interrogée sur la valeur juridique de ces exemples et avoir consulté la Place pour savoir s'il fallait les inscrire dans le règlement général, l'AMF les a intégralement repris dans son texte.

Face à un historique nourri en matière de manquements boursiers, constituant un corpus stabilisé autour de notions identifiées, l'AMF avait d'abord songé à une transposition "intelligente", tenant compte du fait que les directives ont été écrites en anglais puis traduites en français, par des juristes linguistes européens, et qu'elles comportent de ce fait des termes qui ne sont pas exactement ceux de la réglementation française antérieure mais en sont proches. La place a préféré non pas une transposition mais une recopie du texte des directives dans le règlement général de l'AMF. Il est donc désormais nécessaire de procéder à des exercices de comparaison pour apprécier la portée des nouveaux termes et leur articulation avec les définitions antérieures, notamment pour l'application de la loi dans le temps en cas de manquements commis sous l'empire des règlements antérieurs.

\*\*  
\*

Le chantier était vaste. Sa mise en place est pratiquement achevée, sous réserve des mesures concernant les journalistes financiers et de la mise en place du dispositif de détection des opérations suspectes interne aux établissements qui doit être finalisée pour l'été 2006. Gageons que l'harmonisation des définitions des manquements et la mise en œuvre des mesures préventives permettront un renforcement de la coopération entre les régulateurs européens et une plus grande efficacité dans la surveillance du respect de l'intégrité des marchés par les différents intervenants, gage de la confiance des investisseurs, confiance, on le sait, nécessaire au développement et à la sécurité des places financières. ■