

DROIT BOURSIER

# Le mandat de gestion programmée... pour un avenir radieux ?

Avec le mandat de gestion programmée, mesure phare du guide que vient de publier l'AMF pour la prévention des manquements d'initiés, le régulateur propose pour la première fois aux dirigeants des sociétés cotées un cadre juridique formel, sécurisé, pour la gestion de leurs titres. Reste à savoir si la formule proposée saura séduire le marché.



**Arnaud Pérès,**  
avocat



**Natacha Marty,**  
avocat



**Thomas Bourdeaut,**  
avocat

## SUR LES AUTEURS

Arnaud Pérès, Natacha Marty et Thomas Bourdeaut du cabinet d'avocats Davis Polk conseillent des groupes français et internationaux sur un large éventail d'opérations dans le domaine des fusions-acquisitions, du droit boursier, des restructurations et des marchés de capitaux.

**L**e 3 novembre 2010, l'AMF a publié un guide qui dresse l'inventaire des pratiques dont elle recommande l'application au sein des sociétés cotées pour prévenir les manquements d'initiés. Parmi ces mesures, il en est une, nouvelle, qui fait l'objet d'une attention tout à fait particulière : le mandat de gestion programmée.

Avec ce dispositif, l'AMF souhaite répondre à une préoccupation grandissante des dirigeants face aux risques liés à la gestion de leur portefeuille de titres. Avant toute décision d'achat ou de vente, le dirigeant est en effet confronté à la nécessité de procéder à un examen de conscience pour déterminer s'il détient ou non une information privilégiée. Cet exercice est délicat, puisque, du fait même de ses fonctions, le dirigeant a en permanence accès à des informations non publiques, et qu'il se révèle parfois difficile d'établir *a priori* si une information revêt ou non un caractère privilégié.

### Déconnecter la décision d'intervention de la détention de l'information privilégiée

L'idée fondamentale qui préside à la mise en place du mandat de gestion programmée consiste à déconnecter la décision de réaliser une opération de la détention d'une information privilégiée<sup>1</sup>. Le dirigeant confie à un tiers la gestion de son portefeuille selon des modalités prédéfinies, pour une période suffisamment longue. Ainsi, aucun lien de cause à effet ne peut être établi entre les informations privilégiées dont le dirigeant pourrait éventuellement avoir connaissance et les transactions effectuées pour son compte par le mandataire, puisque ces dernières résultent de la simple exécution d'instructions données longtemps à l'avance par le dirigeant.

L'AMF en déduit logiquement que de telles transactions doivent bénéficier d'une « *présomption simple de non commission d'opération d'initiés* ». C'est là une avancée très importante, notamment au regard de l'évolution récente de la juris-

prudence de la CJUE<sup>2</sup>. Les juges communautaires ont précisé que le régulateur n'a pas à démontrer que l'information privilégiée a été utilisée par l'initié pour réaliser l'opération; il lui suffit d'établir que l'initié détient une information privilégiée au moment de l'opération litigieuse. À l'égard des dirigeants ayant recours au mandat de gestion programmée, l'AMF pose désormais la présomption inverse, pour autant que le mandat satisfasse à un certain nombre de conditions.

### Le devoir de non-immixtion du dirigeant

La première condition posée par l'AMF consiste à interdire au dirigeant de s'immiscer dans l'exécution du mandat. Cette interdiction est absolue, puisqu'il s'agit même d'empêcher tout contact entre le dirigeant et le mandataire. Cette exigence ne va pas de soi et semble superflue quand les instructions initiales données par le dirigeant sont précises et ne laissent pas de marge de manœuvre au mandataire. On note que, dans la réglementation

## LES POINTS CLÉS

- Principe : l'idée centrale du mandat de gestion programmée est de déconnecter la décision de réaliser une opération de la détention d'une information privilégiée
- Régime : les transactions effectuées par le mandataire, pour le compte du dirigeant, bénéficient d'une présomption simple de légitimité
- Principales conditions : absence de lien (familial ou d'affaires) et absence de tout contact entre le dirigeant et le mandataire pendant le mandat, irrévocabilité du mandat, délai de viduité de 3 mois entre la conclusion du mandat et le début de son exécution

américaine des *10b5-1 trading plans* – qui a largement inspiré les travaux de l'AMF – le devoir de non-immixtion ne s'impose que lorsque le mandataire bénéficie d'une certaine latitude dans la gestion du portefeuille de titres et non pas lorsque les instructions initiales indiquent les conditions et le calendrier des opérations à réaliser. De même, il n'est pas certain que l'exigence de l'AMF quant à l'absence de tout lien familial et de tous liens d'affaires antérieurs entre le mandant et le mandataire – qui sera probablement assez contraignante en pratique – soit justifiée lorsque les instructions données par le dirigeant sont suffisamment précises.

### L'irrévocabilité du mandat

L'AMF précise ensuite que le mandat doit être irrévocable. Il s'agit sans doute du prolongement ultime du devoir de non-immixtion du dirigeant : celui-ci est tenu par les conditions initiales du mandat sans pouvoir y mettre fin.

Cette condition mérite qu'on s'y arrête. Prenons l'hypothèse d'un dirigeant qui, à la veille d'une cession initialement programmée dans le mandat, vient à disposer d'une information privilégiée susceptible d'entraîner une hausse du cours du

titre. Naturellement, il sera enclin à différer la cession prévue et à n'y procéder qu'une fois que l'information aura été rendue publique. Mais c'est précisément ce que veut empêcher l'AMF. À quelles fins ? Quels intérêts protège-t-on en interdisant au dirigeant de révoquer le mandat et de s'abstenir de réaliser une opération, dès lors qu'il n'intervient qu'après que l'information est devenue publique ?

Le devoir d'abstention de l'initié n'était-il pas depuis toujours la vertu suprême louée par le régulateur ? Si l'on perçoit confusément les considérations morales qui sous-tendent la logique du régulateur, il demeure qu'elle aboutit à un résultat étonnant et paradoxal : le simple fait de s'abstenir devient suspect si l'on avait prévu à l'origine d'intervenir sur ses titres.

On le voit, cette condition d'irrévocabilité n'est pas dictée par des considérations juridiques liées à l'intégrité du marché. On observera qu'elle n'est du reste nullement imposée outre-Atlantique s'agissant des *10b5-1 trading plans*. En cas de résiliation du mandat, il suffisait de prendre acte que le dirigeant perd le

bénéfice de la présomption de légitimité. Et qu'il retombe en quelque sorte dans le régime de droit commun.

### Le respect d'un délai de viduité de trois mois

L'AMF impose assez opportunément un délai de viduité de trois mois entre la conclusion du mandat et le début de son exécution par le

« Un résultat paradoxal : le fait de s'abstenir d'une intervention devient suspect »

mandataire. Elle ajoute l'obligation pour le dirigeant de confirmer par écrit, dès l'origine, qu'il n'est pas détenteur d'une information privilégiée. Cette dernière exigence est sans doute redondante, le délai de trois mois pouvait sembler suffisant pour purger toute information privilégiée. Une autre solution aurait été de prévoir ces deux conditions comme étant alternatives, plutôt que cumulatives.

En consacrant le mandat de gestion programmée - désignation désormais officielle - l'AMF veut promouvoir auprès des dirigeants un mécanisme sécurisé pour la gestion de leurs titres. Cette initiative doit être saluée, même si le cadre qu'elle propose est sans doute un peu rigide. Il reste à savoir si, dans les faits, ce nouveau dispositif rencontrera le succès escompté. L'AMF se donne trois ans pour faire le bilan de la pratique et envisager les améliorations à apporter au nouveau dispositif.

### Quelques-unes des autres mesures recommandées par l'AMF pour la prévention des manquements d'initiés

Définir des fenêtres négatives	Périodes d'abstention applicables aux dirigeants et à toute personne ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées : <ul style="list-style-type: none"> <li>• 30 jours minimum avant la publication des comptes annuels, semestriels et, le cas échéant, trimestriels</li> <li>• 15 jours minimum avant la publication de l'information trimestrielle</li> </ul>
Désigner un déontologue	Désignation dans les sociétés cotées d'un déontologue qui doit être consulté préalablement à toute opération sur les titres de la société réalisée par une personne figurant sur la liste d'initiés
Codifier les obligations des initiés potentiels	Codification des obligations qui incombent aux personnes susceptibles d'avoir accès à des informations privilégiées (procédures, codes de déontologie).

<sup>1</sup> Arnaud Pérès, Emmanuel Cohen, *La gestion sous mandat, une solution préventive au risque de délit d'initié ?*, *Option finance* n° 895, 28 août 2006, p. 26.

<sup>2</sup> CJUE, 23 décembre 2009, Arrêt « Spector », *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> avril 2010, n°4, p.346 – Dominique Schmidt.