Media coverage of

Political Connections and Insider Trading

AMSE Working Papers N ° 1635, 2016

Thomas Bourveau Renaud Coulomb Marc Sangnier

---

1. October 29th, 2016 - Mediapart.fr
2. November 30th, 2016 - Objectif Méditerranée
0. December 16th, 2016 - Press version for LaTribune.fr
0. January 29th, 2017 - Oxford Business Law Blog

Une étude révèle le sentiment d'impunité des patrons proches de Sarkozy

PAR FABRICE ARFI ET MATHILDE MATHIEU
ARTICLE PUBLIÉ LE SAMEDI 29 OCTOBRE 2016

© Philippe de Poulpiquet

Trois économistes ont analysé le comportement des grands patrons liés à Nicolas Sarkozy en 2007 et leur propension à enfreindre les règles sur les marchés financiers. Leurs résultats sont décapants.

La loi interdisait peut-être à Mediapart de publier **la liste des plus gros donateurs de l'UMP dans son intégralité**, mais pas de la transmettre à des chercheurs en économie de la criminalité. C'est ainsi qu'un fichier du « Premier cercle » regroupant 544 noms, soit l'ensemble des soutiens de Nicolas Sarkozy ayant offert plus de 3 000 euros à son parti en 2007 (François Pinault, André Bettencourt, etc.), a atterri dans les ordinateurs d'universitaires dotés d'un penchant original : l'analyse des « connexions politiques » des hommes d'affaires et l'impact qu'elles ont sur leur propension à commettre des délits financiers, en particulier des délits d'initié.

Après trois ans de travail et l'analyse de milliers d'opérations financières, **leurs résultats viennent de tomber** : une fois Nicolas Sarkozy à l'Élysée, les patrons liés au chef de l'État (plus précisément les dirigeants d'entreprises françaises cotées) auraient modifié leur comportement sur les marchés boursiers, dans le sens d'un moindre respect des règles. L'étude réalisée par Thomas Bourveau (professeur assistant à la Hong Kong University), Renaud Coulomb (professeur assistant à l'université de Melbourne) et Marc Sangnier (maître de conférences à Aix-Marseille Université, Aix-Marseille School of Economics) suggère qu'entre 2006 et 2008, le sentiment d'impunité de ces grands patrons a été dopé. Entretien avec l'économiste Marc Sangnier.

En 2009, une photo publiée par "Le Parisien" prouve que le président Sarkozy continue de fréquenter les grands donateurs du Premier cercle, en compagnie du ministre du budget et trésorier de l'UMP, Éric Woerth © Philippe de Poulpiquet

Quelle était votre hypothèse de départ ?

Marc Sangnier : Notre étude s'inscrit dans une littérature scientifique qui remonte aux années 1960 et notamment aux travaux de Gary Becker (lauréat du prix de la banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel en 1992), celle de l'analyse économique de la criminalité. La décision de commettre un délit y est analysée comme un choix rationnel : l'individu arbitre entre les bénéfices qu'il peut espérer et les coûts auxquels il peut faire face (la probabilité d'être attrapé, d'être puni, etc.). Ensuite, nous sommes dans la lignée de travaux beaucoup plus récents sur les effets des « connexions politiques », c'est-à-dire des liens entre les hommes politiques d'un côté et les entreprises ou les hommes d'affaires de l'autre. En l'occurrence, nous voulions travailler sur l'idée qu'une connexion avec un homme politique de haut rang peut apporter une meilleure protection ou un plus grand sentiment d'impunité.

Pour tester cette hypothèse, la France de 2007 était un cadre pertinent à deux titres : parce que l'accès aux données était possible, et parce qu'on avait un candidat *[Nicolas Sarkozy – ndlr]* fortement lié aux milieux d'affaires. Ces liens étaient documentés par les médias en général et Mediapart en particulier, puisque vous aviez récupéré la liste des donateurs du Premier cercle *[les bienfaiteurs de l'UMP ayant versé entre 3 000 et 7 500 euros, le plafond légal – ndlr]*. On s'est donc posé la question suivante : est-ce que les individus liés à Nicolas Sarkozy ont modifié leur comportement sur les marchés financiers dans la direction d'agissements

qui pourraient être plus répréhensibles ? Existe-t-il des indices montrant qu'ils ont pris plus de liberté avec les règles ?

Pourquoi choisir les marchés financiers comme champ d'analyse des comportements ?

Depuis 2006, des données publiques permettent d'observer les transactions faites par les dirigeants des entreprises françaises cotées en Bourse. Une directive européenne les oblige à déclarer auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) l'ensemble des transactions boursières qu'ils réalisent sur les actions de l'entreprise qu'ils dirigent. On sait quel dirigeant, quel jour, a acheté ou vendu une action de son entreprise.

Combien d'hommes d'affaires connectés à Nicolas Sarkozy avez-vous étudiés ?

Nous avons d'abord pris la liste des dirigeants d'entreprises françaises et cotées qui ont fait des opérations boursières entre 2006 et 2008, soit plus de 1 600 personnes. Parmi ces 1 600 personnes, nous avons recherché les individus qui apparaissaient dans la liste des grands donateurs de l'UMP en 2007 (que Mediapart nous a transmise) et/ou qui sont connus publiquement comme étant amis de Nicolas Sarkozy (à travers des livres de journalistes par exemple). Ils sont au nombre de 43, dont une bonne partie était présente au Fouquet's le soir de l'élection de 2007.

Pouvez-vous nous dresser la liste ?

Je peux citer Bernard Arnault, Vincent Bolloré, Serge Dassault, Arnaud Lagardère dont les liens forts d'amitié avec Nicolas Sarkozy sont connus. Mais je ne souhaite pas détailler davantage, car notre analyse est statistique : elle porte sur les changements de comportement moyens du groupe et ne permet pas d'affirmer que telle ou telle personne, individuellement, aurait fait ceci ou cela. Pour résumer, nous comparons le comportement de ces 43 hommes d'affaires avec celui des dirigeants non liés à Nicolas Sarkozy, et nous regardons comment ces deux groupes ont évolué avant et après l'élection présidentielle de 2007.

Quelles sont vos conclusions ?

L'étude suggère que le comportement sur les marchés financiers des dirigeants connectés à Nicolas Sarkozy a été modifié par l'élection de ce dernier. Des indices concordants montrent qu'ils sont plus enclins à enfreindre les règles.

Mais comment avez-vous mesuré leur changement de comportement ?

Pour comprendre, il faut rappeler que les dirigeants d'entreprises cotées en Bourse peuvent certes acquérir ou céder des actions de leur propre entreprise, mais à une condition : ne pas utiliser de l'information privilégiée relative à la situation économique de leur entreprise qui ne serait pas accessible aux autres acteurs des marchés financiers. L'utilisation d'information privilégiée constitue un « délit d'initié », passible de 20 ans de prison en France et 100 millions d'euros d'amende. Ça, c'est le droit. Mais la commission d'un tel délit peut être considérée comme un choix rationnel par certains dirigeants, si les gains financiers attendus sont plus importants que les risques encourus, si les connexions politiques peuvent leur éviter des poursuites judiciaires ou alléger d'éventuelles sanctions.

Dès lors, pour étudier le comportement de ces hommes d'affaires et leur propension à commettre davantage de délits d'initié, nous avons utilisé trois indicateurs :

1. Nous avons regardé la façon dont les autres acteurs du marché réagissaient aux annonces de transaction de ces 43 individus. En effet, il est communément admis que les réactions du marché à vos annonces permettent de mesurer le contenu en informations privées de vos opérations. En l'occurrence, le marché se met à réagir davantage aux transactions des gens liés à Nicolas Sarkozy, c'est le signe que leurs opérations contiennent davantage d'information privée.

2. Nous avons regardé le temps qui séparait chaque transaction boursière réalisée par ces dirigeants, de la prochaine annonce de résultats de leur entreprise. C'est une autre façon de mesurer le potentiel d'informations privées contenu dans une opération boursière : plus on s'approche d'une annonce de résultats par une entreprise (chiffre d'affaires, bénéfices…), plus il est probable que ses dirigeants

aient bénéficié de cette information. Or on trouve que les proches de Nicolas Sarkozy se mettent à faire des transactions financières qui sont significativement plus proches de la prochaine annonce de résultats de leur entreprise.

3. Enfin, nous avons regardé si chaque homme d'affaires respectait scrupuleusement ou non les règles mises en place par l'AMF concernant le temps de déclaration de leurs opérations, qui doit être de cinq jours ouvrés. Là encore, on découvre que les proches de Nicolas Sarkozy se mettent à bien moins respecter leurs obligations légales en termes de délai de déclaration de leurs transactions à l'AMF.

Tout cela constitue un faisceau d'indices indirects. On ne peut évidemment pas conclure, pour tel ou tel homme d'affaires ou telle ou telle opération, qu'il y a un délit d'initié. Mais à la suite de l'élection de Nicolas Sarkozy, la catégorie des personnes connectées à Nicolas Sarkozy a pris davantage de liberté avec les règles visant à lutter contre les délits d'initié.

Parmi les 43, certains ont-ils fait l'objet de poursuites de l'AMF pour la période concernée ?
Malheureusement, au cours des dernières années, les règles concernant la publicité des poursuites et/ou des sanctions prononcées par l'AMF ont été modifiées plusieurs fois. Cela rend impossible toute étude systématique individualisée des poursuites ou sanctions.

Vous dites que le sentiment d'impunité augmente chez ces 43 individus. Mais le sentiment d'impunité peut être lié à la faiblesse des sanctions de l'AMF, au faible nombre de procédures enclenchées, davantage qu'aux liens avec un président en exercice…
Bien sûr ! Mais notre travail se base sur la comparaison du comportement de ces 43 dirigeants avec un autre groupe de dirigeants non connectés à Nicolas Sarkozy. Si l'augmentation du sentiment d'impunité avait été uniquement due aux capacités et à l'activité de l'AMF, nous n'aurions pas vu de différence. Or ici, nous observons une différence claire entre le groupe de gens liés à Nicolas Sarkozy et les autres. Si l'activité de l'AMF avait évolué au cours de la période étudiée (2006-2008), cela aurait affecté les comportements des membres des deux groupes…

Par ailleurs, la France est un régime présidentiel assez fort, dans lequel le chef de l'État peut – officiellement ou officieusement – aiguiller ou protéger. Nous, nous ne pouvons pas observer une protection accrue, comme on ne peut pas observer des délits d'initié (il faudrait des enquêtes de l'AMF, des faits, des preuves, etc.), mais nous observons des changements de comportement qui vont dans le sens de comportements davantage suspicieux.

Est-ce un phénomène déjà documenté à l'étranger, aux États-Unis ou en Allemagne par exemple ?
Oui et non. La littérature sur l'effet des « connexions politiques », qui date des années 2000 et notamment des travaux de Raymond Fisman, est en plein développement. Pour l'instant, elle s'est surtout intéressée à essayer d'établir les connexions entre une entreprise (personne morale) et un homme politique (au travers d'une contribution à sa campagne électorale, un lien d'amitié ou familial, etc.). Il a par exemple été montré que les entreprises bénéficiant de connexions politiques ont davantage accès aux marchés publics, qu'elles sont plus facilement sauvées en cas de faillite, etc. C'est valable aux États-Unis, dans des pays développés, des pays en voie de développement… Mais il y a très peu d'études qui portent sur les comportements des individus qui bénéficient de ces connexions, ici des hommes d'affaires.

On dit souvent qu'il y a peu de travaux en France sur la corruption au sens large, que les chercheurs s'y intéressent peu. C'est votre sentiment ?
Oui. L'analyse de la corruption et du fonctionnement du système politique – je parle ici d'une analyse scientifique, à base de données – reste très peu développée en France. On commence à en trouver, comme l'étude précédente que j'ai réalisée avec Renaud Coulomb *[ils ont déjà montré que la valeur boursière des entreprises proches de Nicolas Sarkozy s'était accrue de près de 7 milliards d'euros en*

quelques mois, juste avant la présidentielle de 2007 – ndlr]. Mais elles portent plus sur les entreprises que sur leurs dirigeants.

C'est un champ beaucoup plus étudié dans les pays en voie de développement et dans les pays anglo-saxons, surtout aux États-Unis. Mais en France, il reste beaucoup de choses à faire, pour faire parler les données sans se contenter de commenter des cas isolés.

Comme citoyen, quelles leçons tirez-vous de votre étude ?

Ce que fait l'AMF depuis une dizaine d'années va dans le bon sens. Les règles et recommandations sont de plus en plus strictes, notamment depuis la grande réforme de 2010. Les recommandations de l'AMF en matière de régulation des opérations boursières des dirigeants sont de plus en plus adoptées et suivies par les entreprises. Mais si les « connexions politiques » jouent un rôle, alors cela pourrait être utile d'avoir une cartographie des réseaux et des liens, éventuellement publique, en tout cas plus transparente. Aux États-Unis, les dons versés aux candidats sont publics, tandis qu'ils sont protégés par le secret en France… Étant donné l'importance des liens entre les acteurs, je pense qu'avoir plus de transparence sur le financement des campagnes serait bénéfique. Cela paraît aberrant que la source de financement des partis ne soit pas publique. Ça ne résoudra pas tous les problèmes – il suffit de regarder ce qui se passe aux États-Unis – mais ce serait un progrès.

Boite noire

L'entretien a été réalisé pour l'ensemble des coauteurs par Marc Sangnier puis relu. Leur étude est notamment accessible **sur le site de l'École d'économie d'Aix-Marseille**.

Prolonger

Thomas Bourveau, Renaud Coulomb et Marc Sangnier, *Political Connections and Insider Trading*, AMSE Working Papers 1635, 2016

Voir **ici**

Directeur de la publication : Edwy Plenel
Directeur éditorial : François Bonnet
Le journal MEDIAPART est édité par la Société Editrice de Mediapart (SAS).
Durée de la société : quatre-vingt-dix-neuf ans à compter du 24 octobre 2007.
Capital social : 28 501,20€.
Immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS. Numéro de Commission paritaire des publications et agences de presse : 1214Y90071 et 1219Y90071.
Conseil d'administration : François Bonnet, Michel Broué, Laurent Mauduit, Edwy Plenel (Président), Sébastien Sassolas, Marie-Hélène Smiéjan, Thierry Wilhelm. Actionnaires directs et indirects : Godefroy Beauvallet, François Bonnet, Laurent Mauduit, Edwy Plenel, Marie-Hélène Smiéjan ; Laurent Chemla, F. Vitrani ; Société Ecofinance, Société Doxa, Société des Amis de Mediapart.
Rédaction et administration : 8 passage Brulon 75012 Paris
Courriel : contact@mediapart.fr
Téléphone : + 33 (0) 1 44 68 99 08
Télécopie : + 33 (0) 1 44 68 01 90
Propriétaire, éditeur, imprimeur : la Société Editrice de Mediapart, Société par actions simplifiée au capital de 28 501,20€, immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS, dont le siège social est situé au 8 passage Brulon, 75012 Paris.
Abonnement : pour toute information, question ou conseil, le service abonné de Mediapart peut être contacté par courriel à l'adresse : serviceabonnement@mediapart.fr. ou par courrier à l'adresse : Service abonnés Mediapart, 4, rue Saint Hilaire 86000 Poitiers. Vous pouvez également adresser vos courriers à Société Editrice de Mediapart, 8 passage Brulon, 75012 Paris.

De la connexion au délit d'initié

Les connexions politiques accroissent-elles le sentiment d'impunité ? Ce sentiment d'impunité peut-il conduire des dirigeants d'entreprises à commettre des délits d'initiés ? Oui, si l'on en croit une étude réalisée par trois chercheurs français et rendue publique début novembre.

DR

Marc Sangnier, maître de conférences à l'École d'économie d'Aix-Marseille, Thomas Bourveau, professeur assistant à l'Université des sciences et technologies de Hong Kong, et Renaud Coulomb, professeur assistant à l'Université de Melbourne, se sont intéressés aux comportements financiers des dirigeants d'entreprises connectés au pouvoir politique. « Nous avons cherché à déterminer si un sentiment d'impunité, né de la proximité avec les hommes politiques, pouvait conduire ces dirigeants à commettre des délits d'initiés », résument les auteurs de la récente étude intitulée *Connexions politiques et délits d'initiés en France*, dans laquelle ils ont scruté l'élection de 2007, et le candidat Nicolas Sarkozy en particulier. « Un terreau extrêmement fertile, du fait d'un régime présidentiel fort et d'un candidat très lié aux milieux d'affaires, indique Marc Sangnier. Si nous avions pu analyser la principale candidate de gauche, Ségolène Royal, nous l'aurions fait. Mais nous ne connaissions pas les liens particuliers entre la candidate et les milieux d'affaires, et nous n'avions pas non plus de liste existante des grands donateurs de la campagne du PS », ajoute-t-il. En revanche, les chercheurs ont eu accès à la liste des grands donateurs de l'UMP, grâce à laquelle ils ont pu établir les connexions politiques. Ils ont alors comparé l'activité financière de 43 dirigeants connectés au candidat Sarkozy à celle d'autres dirigeants sans liens avec ce dernier, avant et après l'élection présidentielle.

« Un sentiment d'impunité renforcé »

Plusieurs indices suggèrent que le comportement financier des dirigeants connectés à N. Sarkozy a effectivement été modifié par l'élection du candidat de l'UMP. Plus précisément, « les dirigeants proches de Nicolas Sarkozy étaient plus enclins à enfreindre les règles de l'AMF (NDLR, Autorité des marchés financiers) relatives aux déclarations des opérations financières », rapporte l'étude. En clair, à être susceptibles de commettre des délits d'initiés.

« Cela peut s'expliquer par le fait que ces dirigeants aient eu le sentiment qu'ils auraient à faire face à des sanctions plus faibles s'ils avaient été détectés », explique M. Sangnier.

Si les auteurs de l'étude n'avancent pas « de preuves établies concernant des délits d'initiés avérés », ils évoquent cependant des « indices concordants ». Comment lutter alors plus efficacement contre de telles infractions, d'autant que l'AMF ne rend plus publiques, depuis quelques années, les poursuites qu'elle engage et les sanctions qu'elle prononce ? « Nous avons, d'une part, un appareil législatif de plus en plus lisible et, d'autre part, une clarté accrue des règles sur les comportements financiers que les opérateurs de marché et les dirigeants d'entreprises doivent adopter, avance Marc Sangnier. Ce qui nous manque en France, c'est la publicité des sources de financement des partis politiques. Bien sûr, cela ne va pas tout résoudre. On le voit aux États-Unis : le fait de rendre publiques les donations de campagne n'empêche pas les connivences entre acteurs économiques et politiques. Mais davantage de transparence ne pourrait certainement pas nuire », conclut l'économiste. **Morgane Pellennec**

3 questions à

Marc Sangnier, maître de conférences à l'AMSE

DR

Expliquez-nous le cheminement intellectuel qui vous a amenés à réaliser cette étude...

Notre démarche s'inscrit dans un ensemble de littérature scientifique en économie qui remonte aux années 1960. Ces travaux ont notamment analysé la décision de commettre un délit ou un crime, en général sans qualification pénale, du point de vue de la rationalité économique. C'est-à-dire que chaque individu, face à une opportunité, va peser le pour et le contre, et prendre la décision ou non de commettre un délit si les gains espérés sont supérieurs aux coûts engagés. À partir de ce constat, nous nous sommes dit que les sanctions auxquelles peut faire face un individu pouvaient sans doute être modifiées par ses connexions politiques.

Cette connexion entre pouvoir et argent que vous démontrez est-elle spécifique à la France ?

Nous ne pouvons pas faire un parallèle précis, puisque notre sujet, la commission éventuelle de délits d'initiés par des hommes d'affaires qui seraient liés au pouvoir politique, n'a jamais été étudié dans d'autres pays. En revanche, celui des connexions politiques et des effets qu'elles peuvent avoir sur la performance des entreprises a été largement analysé à l'étranger. Dans de nombreux états, les entreprises qui bénéficient de connexions politiques en tirent des avantages. Ce n'est pas du tout propre à la France.

Vos travaux pourraient-il avoir un écho dans le débat public et peut-être même faire bouger un peu les lignes ?

C'est la grande question du dialogue entre la recherche et le débat public ou les décisions législatives. Je pense que notre étude peut avoir un petit écho. En tout cas, nous pouvons espérer qu'elle souligne le besoin nécessaire de transparence dans le financement public, et la vie politique en général.

Connexions politiques et délits d'initiés : les patrons et Sarkozy

Par **Thomas Bourveau, Renaud Coulomb et Marc Sangnier** | 16/12/2016, 11:22 |1034 mots

(Crédits : ROBERT PRATTA)

Un faisceau d'indices témoigne d'un sentiment d'impunité des dirigeants d'entreprises connectés au pouvoir (Nicolas Sarkozy). Ce sentiment d'impunité se traduit par une propension accrue à réaliser des délits d'initiés. Par Thomas Bourveau, professeur assistant à la Hong Kong University of Science and Technology, Renaud Coulomb, professeur assistant à l'Université de Melbourne et Marc Sangnier, maître de conférences à Aix-Marseille Université (Aix-Marseille School of Economics).

Les liens entre hommes d'affaires et personnalités politiques, et les questions qu'ils soulèvent trouvent un écho croissant dans le débat public. Dans une récente étude, nous avons cherché à déterminer si un sentiment d'impunité, né de la proximité au pouvoir politique, peut conduire des dirigeants d'entreprises à commettre des délits d'initiés. Ce choix peut être rationnel pour certains dirigeants si les gains financiers attendus sont plus importants que les risques qu'ils encourent. Ainsi, si les connexions politiques peuvent éviter des poursuites judiciaires, ou alléger d'éventuelles sanctions, les dirigeants disposant d'appuis dans le monde politique pourraient être davantage enclins à commettre des délits d'initiés.

Les dirigeants et membres des conseils d'administration des entreprises cotées en bourse ont la possibilité d'acquérir et de céder des actions de leur propre entreprise à condition de ne pas utiliser à cette occasion de l'information privilégiée. Celle-ci est constituée de toute information relative à la situation économique et financière, présente ou future, de l'entreprise qui n'est pas accessible aux autres acteurs des marchés financiers. L'utilisation d'information privilégiée par les dirigeants lors de leurs opérations financières personnelles constitue un délit aux yeux de la loi. En France, l'activité financière des dirigeants de sociétés est surveillée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et les délits d'initiés sont passibles de 20 ans de prison et de 100 millions d'euros d'amende.

Le rôle des connexions politiques

En comparant l'activité financière des dirigeants connectés à Nicolas Sarkozy à celle d'autres dirigeants sans liens avec ce dernier, et leurs évolutions avant et après l'élection présidentielle de 2007, notre étude met en lumière le rôle joué par les connexions politiques dans les délits d'initiés.
Notre analyse économétrique couvre l'activité de l'ensemble des dirigeants et membres des conseils d'administration des entreprises cotées en France qui ont acquis ou cédé des actions de leur entreprise sur la période 2006-2008. Au total, 7385 opérations financières réalisées par 1643 dirigeants de 493 entreprises cotées sont étudiées. Les connexions politiques sont établies à partir de la liste des grands donateurs de l'UMP, diffusée par Mediapart en 2012, et du réseau social de Nicolas Sarkozy, largement documenté par les médias. Finalement, 43 dirigeants d'entreprises, contributeurs de campagne ou amis, sont identifiés comme étant liés à Nicolas Sarkozy.

Sentiment d'impunité et propension aux délits d'initiés

Les résultats sont éloquents. Un faisceau d'indices témoigne d'un sentiment d'impunité des dirigeants d'entreprises connectés au

pouvoir, qui se traduit par une propension accrue à réaliser des délits d'initiés. Premièrement, le marché boursier réagit davantage aux opérations boursières des dirigeants liés à Nicolas Sarkozy après son élection : ces opérations sont perçues comme contenant davantage d'information privée. Ensuite, les dirigeants proches de Nicolas Sarkozy sont plus enclins à enfreindre les règles de l'AMF relatives aux déclarations des opérations financières. Enfin, ils ont tendance à acheter et vendre les actions de leurs entreprises plus près des annonces de résultats de celles-ci, à rencontre des règles internes aux entreprises contre les délits d'initiés. Il est important de noter que ces résultats ne sont pas le fruit d'un changement concernant les actions menées par l'AMF dans sa lutte contre les délits d'initiés. L'activité de l'AMF, telle que décrite dans les rapports annuels de l'institution, apparaît relativement stable entre 2006 et 2008.

L'interprétation de nos résultats appelle une certaine précaution. Ils ne constituent en effet pas des preuves établies de délits d'initiés avérés. Ils représentent des indices concordants qui suggèrent que les dirigeants connectés à Nicolas Sarkozy ont modifié leurs comportements sur les marchés financiers et que ces changements pourraient correspondre à des délits d'initiés plus fréquents.

Surcapitalisation boursière des entreprises connectées à Nicolas Sarkozy

Nos résultats sont à mettre en perspective avec ceux d'une précédente étude sortie en 2012 qui montre que les entreprises connectées à Nicolas Sarkozy, via leurs dirigeants ou leurs actionnaires majoritaires, ont bénéficié d'une surcapitalisation boursière de près de 7 milliards d'euros grâce à sa victoire à l'élection présidentielle de 2007. Désormais, nous savons donc que les liens entre dirigeants et hommes politiques bénéficient non seulement aux entreprises connectées mais également aux dirigeants eux-mêmes.

Notre étude soulève différents enjeux, et en premier lieu, celui de lutte contre les délits d'initiés. Les efforts visant à protéger les petits investisseurs et maintenir la confiance dans les marchés financiers sont-ils suffisants ? LAMF et les entreprises ont édicté des règles plus strictes visant à combattre les délits d'initiés. Un progrès incontestable a été fait de ce côté comme en témoigne le « Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées » de l'AMF publié en 2010. Notre étude indique que les connexions politiques peuvent alimenter les délits d'initiés.

La question de la transparence du financement des campagnes électorales en France se pose. En France, les donations par un particulier sont plafonnées à 4600 euros par candidat pour la durée de la campagne présidentielle et à 7500 euros chaque année pour un parti hors campagne. Les donateurs les plus importants ne sont pas obligés de rendre publiques leurs contributions. Une transparence accrue sur les donations, combinée à une attention plus importante de l'opinion publique quant aux crimes en col blanc et aux réseaux politiques des dirigeants d'entreprises réduirait certainement les délits d'initiés. Enfin, il apparait opportun de maintenir l'interdiction, actuellement en vigueur, des dons et avantages en nature des entreprises privées aux campagnes électorales.

Pour aller plus loin, « Political Connections and Insider Trading », AMSE Working Papers 1635, 2016.

Les auteurs

Thomas Bourveau est professeur assistant à la Hong Kong University of Science and Technology;
Renaud Coulomb est professeur assistant à l'Université de Melbourne ;
Marc Sangnier est maître de conférences à Aix-Marseille Université (Aix-Marseille School of Economics).

Political Connections and Insider Trading

29 Jan 2017

Category
Financial Regulation

Type
Research

Thomas Bourveau **Renaud Coulomb**

Marc Sangnier

Share

More from Thomas Bourveau , Renaud Coulomb , Marc Sangnier

Keyword
Connections, Insider trading, Political connections, Politicians, Trading behaviour

The ties between businessmen and politicians have received close scrutiny in recent years. The 2016 presidential election in the United States has increased the public feeling that business and politics are more co-mingled than ever. In a recent academic study, we investigate whether political connections affect individuals' propensity to engage in white-collar crime. In particular, we focus on trading activities in financial markets by managers and board members of French listed firms.

Managers and board members of listed companies often receive stocks as part of their compensation packages. They can also directly purchase additional stocks and sell them later in financial markets. However, regulations around the world prevent insiders from trading stocks of their company using private material information. That is, they cannot

trade based on information that is not yet available to other financial markets participants. In France, the French Monetary and Financial Code prohibits insiders from carrying out or facilitating transactions before the public has knowledge of the privileged piece of information (Article L465-1). The 2005 version of the code lists a maximum penalty of two years imprisonment and a fine of 1.5 million euros, which can be increased up to ten times the amount of the alleged illegal profit.

Suspicious trading activities have received ample attention from regulators, media and scholars because of their potential detrimental effects on the economy. They can reduce public trust in the stock market, discourage outsiders from investing in equities and can also create conflicts of interest for board members. Academic research has uncovered a variety of factors that can lead individuals to rationally commit crimes. A major consideration is the expected cost of being caught and punished. This cost depends both on the performance of judicial authorities and on individuals' own characteristics, such as their social network that can be used to reduce exposure to prosecution. In this paper, we examine whether a feeling of impunity arising from the proximity with politicians can explain the choice to engage in white-collar crimes in financial markets.

We use the 2007 French presidential election in a difference-in-differences framework and measure the extent to which directors connected to Nicolas Sarkozy modified their trading behavior from the pre- to the post-election period, relative to non-connected directors. We define political connections to Nicolas Sarkozy via two channels. Our first source is the group of major individual contributors to Nicolas Sarkozy's presidential campaign, which we obtained from a French news website—Mediapart.fr—that leaked the list in 2012. The second is the list of businessmen known publicly to be Sarkozy's friends constructed by Coulomb and Sangnier (2014). We compare those 43 individuals to various groups of managers and board members of French listed companies that are not directly connected to Nicolas Sarkozy.

Our scientific approach consists in comparing the trading behavior in financial markets of connected and non-connected managers and board members around the 2007 French presidential election. We study 7385 trades made by 1643 directors from 493 listed companies. France in 2007 provides a particularly appropriate context to examine the effect of political connections on individuals' trading behavior. First, both the regulatory framework and *de facto* prosecution of insider trading were stable around the 2007 French presidential election. In addition, a European directive implemented in 2006 made it compulsory for all board members of publicly listed French firms to report their trades of their company's shares to the Autorité des Marchés Financiers (AMF), the French regulatory body. This means we have access to detailed, trade-level and presumably comprehensive data. Second, the victory of Nicolas Sarkozy in the 2007 French presidential election represents a large and positive change to the value of pre-election connections to him because of the central role of the president in France. Third, France is particularly well-suited to an examination of directors' social ties, because the country's elites are highly concentrated and politically connected. Finally, a key feature of the French context is that companies are not allowed to directly contribute to the financing of political campaigns. Hence, unlike other settings, we are able to observe the effects that arise from individual rather than firm-level connections.

The detailed data on trades by French directors allow us to perform three analyses to capture different dimensions of their trading behavior. We first focus on market abnormal returns around the public disclosure of insider purchases, to determine whether connected directors' trades contain more private information after Sarkozy's

victory. Abnormal returns are computed as the realized returns minus the expected returns based on market models. Our baseline estimations provide us with a difference-in-differences estimate that ranges between 0.5% and 1.5% around the purchase disclosure date, an economically significant effect. This finding on stock returns may simply reflect the fact that politically connected directors have better information about the government's future decisions. To disentangle this confounding interpretation from the possibility that directors are breaking the law due to expected impunity, we examine changes in trade reporting behavior as well as in the timing of directors' trades relative to corporate results announcements. We find that individuals connected to Nicolas Sarkozy are less likely to respect the reporting time limit on their trade and more likely to trade closer to earnings announcement, when the likelihood of holding private information is higher.

Overall, our analyses allow us to offer multiple indirect evidence of illegal behavior. While caution is required to interpret our results, we do find evidence that connected individuals modified their behavior in financial markets after the election. Our results contribute to two regulatory debates at play worldwide: (1) How should insider trading be regulated? (2) How should the relationship between business and politics be governed? If connected individuals that contribute personally to campaigns can extract benefits from their political ties, what is the optimal funding system for political campaigns?

Thomas Bourveau is an Assistant Professor at the Hong Kong University of Science & Technology, Renaud Coulomb is an Assistant Professor at the University of Melbourne, and Marc Sangnier is an Assistant Professor at the Aix-Marseille University - Aix-Marseille School of Economics.

RECENT BLOG POSTS

Category
Commercial Law

30 Jan 2017

Who Acquires Information in Dealer Markets?
Jesper Rudiger | Adrien Vigier
A market maker is a broker-dealer who at all times undertakes to buy or sell assets at specified prices. Market makers thus play a key role in financial markets. The workhorse models in financial...

Category
Financial Regulation

27 Jan 2017

The Resolution of Distressed Financial Conglomerates
Howell E. Jackson | Stephanie Massman
One of the most elegant legal innovations to emerge from the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 is the FDIC's Single Point of Entry ('SPOE') initiative, whereby...