

La prise en compte des conflits d'intérêts dans le droit financier communautaire*

Alain COURET**

Résumé

Le droit financier communautaire contient des dispositions assez nombreuses concernant les conflits d'intérêts. Ces dispositions prennent surtout en considération les fournisseurs de prestations financières qui sont particulièrement exposés à ces conflits. Elles prennent également en considération le cas des divers débiteurs d'opinion sur le marché, que ces opinions concernent les titres actions ou d'autres catégories de titres : les détenteurs d'opinion (analystes financiers, agences de notation, etc.) lorsque leurs messages sont biaisés par des conflits d'intérêts, peuvent contribuer à dissimu-

Abstract

The European financial law provides numerous provisions relating to conflicts of interests. These provisions take mainly into consideration the providers of financial services, which are particularly exposed to those conflicts. They also take into account the different opinions providers on the market, these opinions concerning either shares or other categories of securities: when the opinions holders' messages (financial analysts, credit rating agencies, etc.) are distorted by any conflicts of interests, they may contribute to cover up the actual situation of corporations and may help the growth of a sys-

* Sur le sujet en droit français, voir le *Bulletin Joly Bourse*, n° spécial « Les conflits d'intérêts dans les opérations de marchés », Novembre-Décembre 2008 ; voir également le *Journal des sociétés*, n° 62 « Dossier Conflits d'intérêts en Droit financier », Février 2009.

** Professeur à l'Université Paris I - Panthéon-Sorbonne, École de Droit de la Sorbonne – Paris School of Law, Directeur de Sorbonne – Finance (IRJS – André Tunc) et avocat associé. Cet article est le compte rendu d'une conférence donnée à la Faculté de droit de l'Université de Montréal le 14 octobre 2009.

ler la situation réelle des entreprises et contribuer à l'amplification d'un risque systémique. Cette réglementation assez complète est justifiée par l'idée que les marchés financiers reposent sur la confiance et que les conflits d'intérêts sont tout particulièrement susceptibles de saper cette confiance.

temic risk. This quite complete regulation is justified by the idea that financial markets are based on a confidence which could be affected by conflicts of interests.

Plan de l'article

Introduction	175
I. Les fournisseurs de prestations financières	177
A. Les réglementations limitées	177
1. Les banques.....	178
2. Les organismes de placement collectif (OPC)	179
B. Les réglementations approfondies: les prestations de services d'investissement.....	181
1. L'identification des conflits d'intérêts.....	183
2. La mise en place de dispositifs organisationnels.....	184
a. Principes généraux: règles de fond	184
b. Règles de forme	185
c. Contenu de la politique	185
3. L'information des clients sur la réalité des conflits d'intérêts.....	186
II. Les débiteurs d'opinions	188
A. Les acteurs débiteurs d'une opinion sur des éléments autres que les titres-actions	188
1. Les acteurs investis d'une mission légale	188
2. Les acteurs investis d'une mission contractuelle.....	190
B. Les débiteurs d'une opinion portant principalement sur des titres-actions ou des titres donnant accès au capital.....	194
1. Les analystes financiers.....	194
a. La directive sur les abus de marchés (2003/6/CE du 28 janvier 2003) et sa directive d'application (2003/125/CE du 22 décembre 2003)	196

b. La directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF)	200
2. Les journalistes financiers	202
Conclusion	204

Partons de l'excellente définition donnée en France par le professeur Dominique Schmidt: «Un conflit d'intérêts prend naissance lorsqu'une même personne poursuit deux ou plusieurs intérêts et lorsque ces intérêts sont contradictoires.»¹ Cette définition peut être complétée par une seconde que nous emprunterons au recteur à la recherche de l'Université Laval: «Le conflit réel est une situation dans laquelle une personne s'expose à privilégier son intérêt particulier ou celui de ses alliés (liens de parenté, d'amitié ou d'affaires) au détriment d'un autre intérêt qu'elle a pour fonction ou pour mandat de préserver.»² Comme la précédente, la portée de cette définition excède les fonctions de son objet premier qui est la prévention des conflits dans les seules universités. La question des conflits d'intérêts est une question majeure du droit des affaires. Celui-ci tend à privilégier la loyauté, la transparence. Or les conflits d'intérêts sont vecteurs de déloyauté; par ailleurs, s'ils ne sont pas révélés, ils portent atteinte et souvent de manière très sensible à l'exigence de transparence. L'affaire *Enron* aux États-Unis a illustré la nocivité des conflits d'intérêts et leur contribution à l'échec de l'entreprise. De telles considérations devraient inciter au développement d'une politique générale d'éradication de ces conflits.

Pour autant, le droit européen des affaires ne contient qu'assez peu de règles concernant les conflits d'intérêts. L'absence de ces règles est assez marquante dans le droit européen des sociétés qui ne contient que de très rares dispositions intéressant la matière. D'une certaine manière, il est le reflet des conceptions nationales de beaucoup d'États européens tels la France et les pays du sud de l'Europe qui ont toujours témoigné d'une assez grande indifférence à ces questions. Le droit européen dont le rôle est subsidiaire n'a pas de vocation à venir imposer des normes que les droits nationaux n'ont pas retenues. Ainsi, dans la plupart des pays, un administrateur en conflit d'intérêts ne se voit pas interdire l'exercice du droit de vote. L'interdiction ressortit de plus en plus de codes privés de gouvernance dont l'autorité est plus ou moins considérable.

En revanche, le droit financier européen a multiplié les normes concernant les conflits et l'on peut considérer que ce processus n'est pas

¹ Dominique SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2^e éd., Paris, Éditions Joly, 2005.

² Raymond J. LEBLANC, *Conflits d'intérêts* [Ressource électronique], en ligne: <http://adaruq.org/coll_passes/2006/raymond_leblanc.pdf> (site consulté le 10 mars 2010).

terminé. Lors des grandes rencontres internationales du type G 20, référence a été faite à la nécessité d'accroître la lutte contre les conflits d'intérêts.

Comment expliquer cette importance d'une réglementation européenne spécifique des conflits d'intérêts dans un ensemble normatif global qui tend plutôt à les ignorer? On peut assez facilement donner des raisons. Le Plan d'action européen pour les services financiers (PASF)³ entériné à Lisbonne le 11 mai 1999 avait pour but de créer un grand marché financier intégré. Or un tel marché ne peut se développer que si la confiance des investisseurs est fondée sur une vraie transparence. Partant de là, les textes intégrant les références aux conflits d'intérêts n'ont cessé de se multiplier et la question aujourd'hui est omniprésente. Le nombre des développements n'apporte au demeurant pas grand-chose à une connaissance intime de la matière, car les règles qui se succèdent participent des mêmes logiques et n'offrent guère de singularité. Pour autant, certains dispositifs méritent d'être explorés car ils ont une riche portée méthodologique.

Revenons sur le thème de la confiance qui peut être atteinte par tous les acteurs du marché financier, avec des effets systémiques plus ou moins considérables. Elle peut être affectée d'abord par le comportement des fournisseurs de services financiers tentés de privilégier leur intérêt propre sur celui de leur client, ou de privilégier l'intérêt de certains clients au détriment d'autres. En ce domaine, le risque lié aux conflits n'a pas en principe de caractère de risque systémique. En revanche, la confiance peut être affectée par des opinions délivrées par des acteurs mandatés à divers titres pour ce faire et qui ont été biaisées par un conflit d'intérêts: dans ce cas de figure, le risque systémique est considérable, car l'opinion trompeuse est susceptible d'égarer une proportion considérable d'investisseurs sur un marché et la succession d'opinions trompeuses est susceptible de nourrir la crise.

³ COMMISSION EUROPÉENNE, COM(1999)232, 11.05.99, en ligne: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_fr.htm#actionplan> (site consulté le 24 mars 2010).

La normalisation européenne dans le domaine des conflits d'intérêts peut être ainsi appréhendée au travers de deux séries d'acteurs. D'un côté, les fournisseurs de services financiers (I), de l'autre les débiteurs d'une opinion qui se doit d'être indépendante (II).

Nous avons approché la question au travers du statut des professionnels intervenant sur les marchés financiers. Le droit financier est substantiellement un droit des marchés financiers. Nous laisserons de côté les conflits d'intérêts qui apparaissent en amont, chez les émetteurs. L'occurrence du conflit se situe dans l'entreprise et elle nous renvoie à des questions connues de tous. Le droit communautaire est peu parlant sur ces conflits qui sont de nature à fausser la qualité et la sincérité de l'information financière.

Nous avons retenu d'autre part une approche par les acteurs du marché, qui est au fond la plus simple. Mais on pourrait retenir une approche plus axée sur les produits financiers.

Enfin, il est un acteur qui n'a pas été évoqué : le régulateur, car il n'y a pas de régulateur européen. Le régulateur national en France a été affecté par ce type de conflits ; au niveau européen, nous attendons la structure qui correspondrait à une AMF européenne.

I. Les fournisseurs de prestations financières

Le droit européen est inégalement riche de dispositions en ce domaine. Il est relativement modeste s'agissant des banques et des OPC (A). L'essentiel des dispositions concerne la prestation de services d'investissement (B).

A. Les réglementations limitées

Il est deux domaines dans lesquels les règles relatives aux conflits d'intérêts sont peu nombreuses. Il s'agit tout d'abord des banques pourtant siège de très nombreux conflits (1). Il s'agit ensuite des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ou en créances) (ci-après « OPCVM) qui peuvent également être à l'origine de conflits assez nombreux (2).

1. Les banques

Il semble que l'on puisse avec monsieur Hubert de Vauplane identifier trois grands types de conflits d'intérêts⁴ : les conflits d'intérêts au titre des activités de banques d'affaires qui aboutissent à une violation de l'obligation de confidentialité vis-à-vis du client ou encore à une violation de l'obligation de loyauté vis-à-vis des investisseurs, les conflits d'intérêts entre banque d'investissement et analyse financière (LVMH / MORGAN STANLEY), les conflits d'intérêts entre banque d'investissement et activités de financement.

Existe-t-il des règles propres aux établissements bancaires ? Il en existe moins que ce que l'on pouvait croire.

On peut citer quatre séries de textes ici :

- Le rapport du Conseil de l'Europe sur « l'éthique d'entreprise en Europe » du 26 février 2004. Il recommande de renforcer « l'obligation faite aux banques de mettre en place des Murailles de Chine afin d'éviter à l'avenir d'autres conflits d'intérêts dans la sphère financière »⁵.
- La communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen du 27 septembre 2004 visant à « prévenir et combattre les inobservances financières et pratiques irrégulières des sociétés ».
- Les directives relatives aux entreprises d'investissement (voir *infra*).
- La réglementation sur les listes d'initiés : la directive « abus de marché » et sa directive de mise en œuvre prévoient l'obligation pour les émetteurs et leurs conseils d'établir une liste de personnes initiées par opération et de la communiquer à l'AMF. Cette obligation pèse ainsi sur les banques.

Il faut toutefois prendre en compte le fait que les banques font l'objet d'une réglementation au travers de deux fonctions qu'elles assurent généralement :

⁴ Hubert DE VAUPLANE, « La gestion des conflits d'intérêts dans les banques vis-à-vis de leurs clients », dans *Droit de la personne : éthique et mondialisation*, Actes des journées strasbourgeoises de l'Institut canadien d'études juridiques supérieures, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2004, p. 31.

⁵ CONSEIL DE L'EUROPE, *L'éthique d'entreprise en Europe*, doc. 10103, 26 février 2004.

- la fonction de prestataire de services d'investissements qui fait l'objet d'une réglementation détaillée du point de vue des conflits d'intérêts (voir *infra*);
- la fonction d'analyse financière qui fait aussi l'objet d'une réglementation particulièrement détaillée du point de vue des conflits d'intérêts (voir *infra*).

2. Les organismes de placement collectif (OPC)

La directive sur les OPCVM n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985⁶ rappelle le principe classique selon lequel tout gestionnaire de portefeuille doit agir dans l'intérêt exclusif des porteurs et actionnaires d'OPCVM.

L'article 5 *septies* relatif aux sociétés de gestion requiert que la société de gestion «soit structurée et organisée de façon à restreindre au minimum le risque que des conflits d'intérêts entre la société et ses clients, entre ses clients eux-mêmes, entre un des clients et un OPCVM ou entre deux OPCVM ne nuisent aux intérêts des OPCVM ou des clients». L'article 5 *octies* e) ajoute «qu'aucun mandat se rapportant à la fonction principale de gestion des investissements n'est donné au dépositaire, ni à toute autre entreprise dont les intérêts peuvent être en conflit avec ceux de la société de gestion ou des porteurs de parts». L'article 5 *nonies* oblige les sociétés de gestion «à s'efforcer d'écarter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, à veiller à ce que les OPCVM qu'elle gère soient traitées équitablement».

La question des conflits d'intérêts est évoquée dans les articles 12, 13 et 14 de la directive révisée en 2009⁷:

⁶ CONSEIL DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, *Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, J.O. n° L 375 du 31.12.1985, p. 3, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:FR:HTML>> (consulté le 24 mars 2010).

⁷ PARLEMENT EUROPÉEN ET CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE, *Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, J.O. n° L 302 du 17.11.2009, p. 32.

Article 12

« Chaque État membre établit des règles prudentielles que les sociétés de gestion agréées dans cet État membre sont tenues de respecter à tout moment pour l'activité de gestion d'OPCVM agréés conformément à la présente directive.

En particulier, les autorités compétentes de l'État membre d'origine d'une société de gestion, compte tenu aussi de la nature de l'OPCVM géré par ladite société de gestion, exigent que celle-ci soit structurée et organisée de façon à réduire à un minimum le risque que des conflits d'intérêts entre la société et ses clients, entre deux de ses clients, entre un de ses clients et un OPCVM ou entre deux OPCVM ne nuisent aux intérêts des OPCVM ou des clients. »

Article 13

« Lorsque le droit de l'État membre d'origine de la société de gestion autorise les sociétés de gestion à déléguer à des tiers, en vue de mener leurs activités de manière plus efficace, l'exercice, pour leur compte, d'une ou de plusieurs de leurs fonctions, l'ensemble des conditions préalables suivantes doivent être remplies: aucun mandat se rapportant à la fonction principale de gestion d'investissements ne peut être donné au dépositaire, ni à aucune autre entreprise dont les intérêts peuvent être en conflit avec ceux de la société de gestion ou des porteurs de parts. »

Article 14

« Chaque État membre établit des règles de conduite que les sociétés de gestion agréées dans cet État membre sont tenues de respecter à tout moment. Ces règles doivent mettre à exécution au moins les principes énoncés au présent paragraphe. Ces principes obligent la société de gestion à s'efforcer d'écarter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, à veiller à ce que les OPCVM qu'elle gère soient traités équitablement. »

Il n'est pas sans intérêt non plus d'examiner le contenu du projet de directive sur les *hedge funds*⁸. Les considérants 12 et 16 sont très clairs :

« **Considérant 12:** Il est nécessaire que l'activité des gestionnaires fasse l'objet d'un contrôle de gouvernance strict. Les fonds alternatifs doivent être gérés et organisés de manière à réduire au minimum les conflits d'intérêts. Les événements récents montrent qu'il est essentiel de séparer la fonction de garde des actifs de la fonction de gestion, et de dissocier les actifs des investisseurs de

⁸ Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE, COD/2009/0064.

ceux du gestionnaire. À cette fin, le gestionnaire doit nommer un dépositaire et lui confier la comptabilisation des versements des investisseurs sur un compte distinct, la garde des instruments financiers et la responsabilité de vérifier si le fonds alternatif ou le gestionnaire au nom du fonds alternatif est propriétaire de tous les autres actifs.

[...]

Considérant 16: Il est jugé nécessaire d'autoriser la Commission à fixer les critères devant être utilisés par les autorités compétentes pour établir si les gestionnaires respectent leurs obligations en ce qui concerne les règles de conduite, les types de conflits d'intérêts que les gestionnaires doivent détecter ainsi que les mesures raisonnables que doivent prendre les gestionnaires en matière de procédures internes et d'organisation afin de détecter, prévenir, gérer et divulguer les conflits d'intérêts.»

B. Les réglementations approfondies : les prestations de services d'investissement

Les textes européens sont venus organiser la prévention des conflits d'intérêts dans les activités de service d'investissement. La richesse des textes est ici extraordinaire. Cette question n'est pas tout à fait nouvelle : déjà l'article 11 de la directive « services d'investissement » de 1993⁹ disposait que les intermédiaires sur les marchés financiers essaient d'éviter les conflits d'intérêts, et sinon assurent que les clients soient traités « équitablement ». De même, les directives sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) imposaient des normes de comportement destinées à prévenir l'occurrence de conflits d'intérêts¹⁰.

Ce sont toutefois des directives plus récentes qui sont venues organiser un corps de règles qui peut apparaître aujourd'hui comme assez complet : **la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les**

⁹ CONSEIL DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, J.O. n° L 141 du 11.06.1993, p. 27.

¹⁰ Notamment l'obligation de faire que dépositaires et gestionnaires soient des personnes morales différentes.

marchés d'instruments financiers¹¹ (ci-après « directive MIF ») et la directive d'application du 10 août 2006 (ci-après « directive d'application de la MIF »)¹², la directive du 8 mars 2007 (article 23)¹³.

La directive MIF est riche de diverses dispositions contenues pour l'essentiel dans ses articles 13 et 18. L'article 13 dispose dans son paragraphe 3 :

« Toute entreprise d'investissement maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts définis à l'article 18 de porter atteinte aux intérêts de ses clients. »

S'agissant des conflits concernés, il s'agit des conflits susceptibles de survenir lors de la prestation d'un service d'investissement ou d'un service connexe et dont l'existence peut porter atteinte aux intérêts d'un client. Le conflit doit naître entre l'établissement (y compris ses directeurs, salariés et agents liés, ou toute personne directement ou indirectement liée par une relation de contrôle) et ses clients. Il peut s'agir encore des conflits entre deux clients de l'établissement.

¹¹ PARLEMENT EUROPÉEN ET CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE, *Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil*, J.O. n° L 145 du 30.04.2004, p. 1, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:FR:PDF>> (consulté le 24 mars 2010).

¹² COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, *Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive*, JO n° L 241 du 02.09.2006, p. 26, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:FR:PDF>> (consulté le 24 mars 2010).

¹³ COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, *Directive 2007/14/2007 de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé*, J.O. n° L 69 du 09.03.2007, p. 27, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:069:0027:0036:FR:PDF>> (consulté le 24 mars 2010).

Le *process* retenu par les directives de niveau 1 et 2 se déroule en trois temps¹⁴:

- l'identification des conflits d'intérêts;
- la mise en place de dispositifs organisationnels;
- éventuellement, l'information des clients sous forme de *disclosure*.

1. L'identification des conflits d'intérêts

L'article 18 oblige les prestataires de services financiers à prendre les mesures raisonnables pour détecter les situations de conflits d'intérêts entre eux-mêmes ou leurs préposés et leurs clients. « Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles prennent toute mesure raisonnable pour détecter les conflits d'intérêts se posant entre elles-mêmes, y compris leurs directeurs, leurs salariés et leurs agents liés, ou toute personne directement ou indirectement liée à eux par une relation de contrôle et à leurs clients ou entre deux clients lors de la prestation de tout service d'investissement et de tout service auxiliaire ou d'une combinaison de ces services. »

Ce texte a fait l'objet de mesures d'application dites de niveau 2. La directive d'application de la MIF¹⁵ prévoit, dans ses articles 17 à 21, les conditions de mise en œuvre des dispositions de détection et de résolution des conflits d'intérêts. Ce dernier texte nous précise les critères que doit au minimum prendre en compte le prestataire de services d'investissement s'il se trouve en situation de conflit.

Voici quelques critères minimums et l'on remarquera que, selon le cas, il y a ou non risque de préjudice financier. L'article 21 évoque ainsi :

- l'établissement où un employé de celui-ci est susceptible de réaliser un gain financier ou d'éviter une perte financière aux dépens du client; comme on le constate, il y a un préjudice financier potentiel;

¹⁴ Voir, sur ce « process » : ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT, doc. AFEI/07-06, Paris, janvier 2007, p. 24.

¹⁵ Préc., note 12.

- l'établissement où un de ses employés a un intérêt dans le résultat d'un service fourni au client ou d'une transaction réalisée pour le compte de celui-ci qui est différent de l'intérêt du client dans ce résultat; il y a là encore existence d'un préjudice financier potentiel;
- l'établissement où un de ses employés est incité à privilégier les intérêts d'un autre client par rapport à ceux du client concerné; le risque de préjudice financier pour l'un des clients existe là encore;
- l'établissement où un de ses employés a la même activité professionnelle que le client; ici, le préjudice financier potentiel n'est pas évident l'établissement où un de ses employés reçoit ou est susceptible de recevoir d'une personne autre que le client un avantage en relation avec le service fourni au client, sous forme d'argent, de biens ou de services, autre que les commissions ou frais normalement dus pour ce service. Dans cette dernière situation, le client ne subit pas un préjudice financier, mais il y a une atteinte à l'indépendance de jugement.

2. La mise en place de dispositifs organisationnels (article 22)

Ces dispositifs doivent faciliter la prévention des conflits. Les textes définissent des règles de fond ainsi que des règles de forme. Ils donnent un véritable contenu pour la lutte contre les conflits.

a. Principes généraux : règles de fond

L'article 22 de la directive d'application de la MIF fixe les règles générales d'une politique organisationnelle en matière de conflits d'intérêts. Ce document est tout à fait intéressant et l'on s'attardera un instant sur cette politique¹⁶ qui est encadrée par des principes généraux :

¹⁶ Voir, sur ces dispositions: Luca ENRIQUES, « Conflict of interest in Investment Services: the Price and Uncertain Impact of MIFID's Regulatory Framework », R.T.D.F. 2006.2.49. Ce texte a été également publié dans: Guido FERRARINI et Eddy WYMEERSCH, *Investor Protection in Europe: Regulatory Competition and Harmonization*, Oxford, O.U.P., 2006.

- elle doit être « opérationnelle », elle doit être « efficace »¹⁷ : principe d'efficacité latent sur les marchés financiers (22-1) ;
- elle doit être réaliste (22-3 *in fine*) ;
- elle doit être appropriée au regard de la taille et de l'organisation de l'entreprise et de la nature, de l'échelle et de la complexité de son activité¹⁸ : principe de proportionnalité ;
- principe de « globalité » si l'entreprise appartient à un groupe, elle doit prendre en compte les circonstances susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts résultant de la structure et des activités professionnelles des autres membres du groupe¹⁹.

b. Règles de forme

Elle doit satisfaire à une exigence de forme puisqu'elle doit être d'abord fixée par écrit²⁰. Par ailleurs, le prestataire de services d'investissement doit tenir et actualiser régulièrement un registre consignait les types de service ou d'activité réalisés pour lesquels un conflit d'intérêts comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs clients s'est produit ou, dans le cas d'un service ou d'une activité en cours, est susceptible de se produire. Cette technique du registre « ad hoc » permet une traçabilité des situations de conflit. On retrouve cela dans les banques avec l'enregistrement des incidents de risques opérationnels.

c. Contenu de la politique

S'agissant maintenant plus particulièrement du contenu de cette politique, elle doit, au-delà d'un effort d'identification des situations de conflit, définir les procédures à suivre et les mesures à prendre en vue de gérer ces conflits²¹. Sont ainsi évoquées les procédures et mesures suivantes²² :

- des procédures efficaces en vue d'interdire ou de contrôler les échanges d'informations entre personnes concernées engagées

¹⁷ Directive 2006/73/CE, préc., note 12, art. 22(1).

¹⁸ *Id.*

¹⁹ *Id.*, art. 22(3) ; Directive du 8 mars 2007, préc., note 13, art. 23.

²⁰ Directive 2006/73/CE, préc., note 12, art. 22(1).

²¹ *Id.*, art. 22(2).

²² *Id.*, art. 22(3).

dans des activités comportant un risque de conflit d'intérêts lorsque l'échange de ces informations peut léser les intérêts d'un ou de plusieurs clients; ce sont les fameuses «murailles de Chine»²³;

- une surveillance séparée des personnes concernées dont les principales fonctions supposent de réaliser des activités au nom de certains clients ou de leur fournir des services, lorsque les intérêts de ces clients peuvent entrer en conflit, ou lorsque ces clients représentent des intérêts différents, y compris ceux de l'entreprise, pouvant entrer en conflit;
- la suppression de tout lien direct entre la rémunération des personnes concernées exerçant principalement une activité particulière et la rémunération d'autres personnes concernées exerçant principalement une autre activité, ou les revenus générés par ces autres personnes, lorsqu'un conflit d'intérêts est susceptible de se produire en relation avec ces activités;
- des mesures visant à interdire ou à limiter l'exercice par toute personne d'une influence inappropriée sur la façon dont une personne concernée se charge de services ou d'activités d'investissement ou auxiliaires;
- des mesures visant à interdire ou à contrôler la participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée à plusieurs services ou activités d'investissement ou auxiliaires distincts, lorsqu'une telle participation est susceptible de nuire à la gestion adéquate des conflits.

3. L'information des clients sur la réalité des conflits d'intérêts

Si ces diverses mesures ne permettent pas d'assurer le degré d'indépendance requis, les États membres peuvent exiger des entreprises d'investissement qu'elles adoptent toutes les mesures et procédures sup-

²³ Elles visent à isoler les diverses activités au sein d'un même établissement: elles sont infranchissables mais pas pour tous les acteurs. La direction générale a forcément une vue d'ensemble ne serait-ce que pour gérer les conflits éventuels; de même le *Compliance Officer* et parfois la direction juridique. Donc chaque établissement détermine ici les règles de franchissement.

plémentaires ou de substitution qui sont nécessaires et appropriées à cette fin. L'article 18 § 2 de la directive MIF dispose que, lorsque les dispositions organisationnelles ou administratives prises par une entreprise d'investissement conformément à l'article 13 § 3, pour gérer les conflits d'intérêts ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable²⁴, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, l'entreprise d'investissement informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale et/ou de la source de ces conflits d'intérêts. Et l'article 22 § 4 *in fine* précise que l'établissement devra informer clairement ses clients avant d'agir en leur nom, de la nature et ou de la source des conflits d'intérêts. Cette information devra être fournie sur un support durable et devra être adaptée et suffisamment détaillée.

Voici pour le traitement spécifique des conflits d'intérêts. Mais d'autres dispositions de la directive MIF concourent à la prévention des conflits; par exemple, l'article 21²⁵ qui pose l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables aux clients.

En dépit de cette affirmation dans une directive européenne de règles de conflits d'intérêts, il n'est pas sûr que la volonté d'unification ait eu partout les effets attendus. Certains auteurs ont montré que, dans certains États européens, la protection des investisseurs a plutôt été diminuée du fait du processus d'unification²⁶.

Jusqu'ici, nous avons rencontré les acteurs pouvant menacer tel ou tel client ou une série de clients. Mais les conflits d'intérêts dans la personne de ces acteurs ne menaçaient pas le marché tout entier. Il est d'autres conflits d'intérêts qui sont beaucoup plus menaçants pour le marché: ce sont les conflits affectant les débiteurs d'opinion, car l'opinion biaisée est de nature à faciliter l'occurrence de risques majeurs.

²⁴ On notera le style très anglais de cette rédaction.

²⁵ Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre. Néanmoins, chaque fois qu'il existe une instruction spécifique donnée par les clients, l'entreprise d'investissement exécute l'ordre en suivant cette instruction.

²⁶ Cf. l'étude du professeur L. ENRIQUES, préc., note 16.

II. Les débiteurs d'opinions

Les conflits que nous venons d'évoquer sont de moins en moins acceptables dans une société moderne. Dans nombre de cas toutefois, les préjugés pour la communauté des investisseurs demeurent restreints; bien souvent, ils ne touchent qu'un ou plusieurs investisseurs en particulier.

En revanche, d'autres conflits d'intérêts peuvent avoir des conséquences beaucoup plus étendues: l'affaire *Enron* aux États-Unis, l'affaire *Parmalat* en Italie démontrent le danger redoutable pour la communauté des investisseurs que constitue l'opinion biaisée par des conflits d'intérêts que peut donner un expert a priori crédible sur la valeur d'une société.

On peut sans doute distinguer deux catégories de débiteurs d'opinion.

D'un côté, en effet, on va rencontrer des acteurs chargés de porter un jugement sur des éléments qui ne sont pas les titres-actions (A). D'un autre côté, on va rencontrer des débiteurs d'une opinion portant essentiellement sur des titres de capital ou des titres donnant accès au capital (B).

A. Les acteurs débiteurs d'une opinion sur des éléments autres que les titres-actions

Ces acteurs relèvent de deux catégories. Certains d'entre eux sont investis d'une mission légale: ce sont les commissaires aux comptes (1). D'autres opèrent dans le cadre d'une mission contractuelle: ce sont les agences de notation (2).

1. Les acteurs investis d'une mission légale

Les auditeurs sont débiteurs d'une opinion indépendante au profit des actionnaires de la société. Lorsque cette société est cotée sur un marché réglementé, l'opinion donnée est également de nature à éclairer ce marché. L'Union européenne ne pouvait pas se désintéresser de cette exigence d'indépendance. Elle est donc intervenue à la fois sur le statut de l'auditeur et sur le statut de certains partenaires obligés dans la formation de l'opinion de l'auditeur.

Sur le statut lui-même d'abord. La Commission européenne a adopté en mai 2002 une recommandation sur l'indépendance du contrôleur

légal²⁷. Plusieurs éléments de la recommandation visent à prévenir les conflits d'intérêts: les sociétés de commissaires aux comptes doivent publier leurs honoraires; une rotation doit être organisée pour les associés signataires.

Le texte essentiel est celui de la directive du 17 mai 2006²⁸ (ci-après la «directive de mai 2006») qui envisage diverses normes internationales d'audit. Bon nombre ont pour objet de lutter contre de possibles risques de conflits d'intérêts et c'est bien ainsi que l'entendent les autorités européennes: l'article 22 plus particulièrement contient les règles destinées à assurer l'indépendance du commissaire aux comptes. Il n'est pas sans intérêt de relever que la lutte contre les conflits d'intérêts requiert le respect de conditions de forme et notamment une exigence que l'on retrouve ailleurs et qui concerne la traçabilité des situations de conflits: les auditeurs sont ainsi obligés de consigner dans les documents d'audit tout risque d'atteinte à leur indépendance ainsi que les mesures appliquées pour respecter ces risques. Il est intéressant de relever que les exigences européennes ont été parfois aggravées par certains États, dont la France. Après la loi du 1^{er} août 2003 dite «Sécurité Financière», la France a adopté s'agissant des auditeurs des normes si exigeantes qu'elles font aujourd'hui l'objet d'une action à l'encontre de l'État français²⁹.

²⁷ COMMISSION EUROPÉENNE, *Recommandation n° 2002/590/CE du 16 mai 2002, Indépendance du contrôleur légal des comptes dans l'Union européenne: principes fondamentaux*, J.O. n° L 191 du 19.07.2002, p. 22.

²⁸ PARLEMENT EUROPÉEN ET CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE, *Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil* (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE), J.O. n° L 157 du 09.06.2006, p. 87.

²⁹ Selon ces règles, la prestation d'un grand nombre de tels services à toute société qui est soit la société mère, soit une filiale, d'une société auditée en France est réputée incompatible avec les exigences d'indépendance qui s'appliquent aux commissaires aux comptes français. Cette présomption ne pouvant être contestée, le cabinet d'audit et son réseau ne disposent d'aucun moyen de prouver que l'indépendance d'un audit n'est pas affectée.

La Commission estime que ces règles vont bien au-delà de ce que requiert l'article 22, paragraphe 2, de la directive 2006/43/CE, qui établit un cadre général pour l'indépendance des contrôleurs légaux des comptes dans l'UE. Elle considère que lesdites règles ne sont pas proportionnées à l'objectif de la garantie d'indépendance.

Sur l'exigence d'un comité d'audit ensuite. La directive de mai 2006 requiert la présence d'un comité d'audit dans les sociétés « d'intérêt public ». Ce comité, qui doit compter des administrateurs indépendants, est responsable de l'objectivation de l'information financière au sein de la société en éloignant les conflits éventuels. Il s'agit donc d'un partenaire obligé dans la formation de l'opinion de l'éditeur.

Article 41

« Chaque entité d'intérêt public doit être dotée d'un comité d'audit. Les États membres déterminent si les comités d'audit doivent être composés de membres non exécutifs de l'organe d'administration et/ou de membres de l'organe de surveillance de l'entité contrôlée et/ou de membres nommés par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée. Au moins un membre du comité d'audit doit être indépendant et compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit. »

2. Les acteurs investis d'une mission contractuelle

Les agences de notation se sont vues depuis maintenant un certain nombre d'années reprocher leur rôle dans un certain nombre de crises. La crise financière actuelle n'a pas fait exception et l'on a vu réapparaître la litanie des critiques qui leur étaient adressées.

Très concrètement, elles font aujourd'hui l'objet d'actions en justice. CalPERS a engagé un recours contre Standard and Poor's, Moody's et Fitch. Un juge du District Court de New York, Shira Scheindlin, a récemment rendu une décision qui fait état de conflits d'intérêts :

« Étant donné que les agences de notation et Morgan Stanley savaient que le processus de rating était biaisé, qu'elles n'ignoraient pas que le portefeuille [NDLR: de produits titrisés] n'était pas un investissement sûr et stable et que les agences ne pouvaient émettre un jugement objectif en raison de l'effet sur leurs rémunérations, on peut en déduire logiquement qu'elles diffusaient sciemment des notes fausses et trompeuses. »³⁰

On ne reprendra pas ici la liste des reproches adressés et on se bornera à évoquer la partie relevant des conflits d'intérêts. Or, tant en France

³⁰ Affaire *Abu Dhabi Commercial Bank/Moody's et Morgan Stanley*, 08 Civ.7508(SAS) (S.D. N.Y. Dist. Ct.).

qu'aux États-Unis, les agences de notation verraient leurs opinions biaisées par trois sortes de conflits d'intérêts³¹.

Un premier conflit peut naître de leur rémunération par le client demandeur de la notation. Le rapport de Jacques de Larosière met lourdement l'accent sur ce point :

« Un réexamen approfondi du modèle économique des agences de notation doit être effectué, notamment pour mettre fin aux conflits d'intérêts qui existent aujourd'hui. L'un des défauts du modèle actuel est que les agences de notation sont entièrement financées par les émetteurs et non par les utilisateurs, ce qui est une cause de conflits d'intérêts. Les modalités du passage du modèle "émetteur payeur" à un modèle "acheteur payeur" devraient être étudiées au niveau international »³².

Ensuite, l'implication des agences dans des activités accessoires altérant leur jugement et plus particulièrement l'intervention des agences sur certains produits structurés comme conseils. S'agissant de leur implication dans la « fabrication » des produits structurés, les agences ont œuvré à l'encontre de leur vocation première. Comme le relève un auteur :

« Les banques d'investissement et les agences de notation travaillent ensemble dans un processus itératif pour parvenir à la structuration des tranches qui doit attirer le maximum de gestionnaires d'actifs agissant pour le compte d'investisseurs institutionnels. Les agences ont donc un rôle très différent de la certification qu'elles apportent aux entreprises qui émettent des obligations [...]. Dans le crédit structuré, la notation de l'agence est réalisée a priori. Elle est inhérente à la structuration des tranches. Les agences sont donc juge et partie, ce qui exacerbe les conflits d'intérêts. »³³

Enfin, la pratique des notations sauvages pousse à la complaisance. Les agences les moins puissantes sont tentées de pénétrer le marché par ce type de notation.

Fondés ou non, ces griefs ont été récurrents. Porter remède à cette situation est toutefois délicat et l'on a vu les législateurs nationaux en

³¹ Voir Jean-Marc MOULIN, « Conflits d'intérêts chez les agences de notation », *Bulletin Joly Bourse*, préc., note 1, § 75, p. 580.

³² Jacques DE LAROSIÈRE, *The High Level Group of on Financial Supervision in the E.U.*, Bruxelles, 25 février 2009, p. 23 et 24.

³³ Patricia Musso, *IFRS et protection des investisseurs*, thèse de doctorat, Paris, Université Paris I, 2009, n° 787, p. 443.

échec sur la réforme éventuelle du statut juridique des agences de notation. Mais des deux côtés de l'Atlantique, les choses sont en train de changer et il est d'ailleurs tout à fait intéressant de voir que les projets de réforme interviennent quasiment à la même heure.

La Commission européenne s'est intéressée aux agences de notation au lendemain de l'affaire *Enron*. En 2004, elle devait solliciter du Comité européen des valeurs mobilières un avis technique sur des mesures concernant ces agences. Le 23 décembre 2005, elle présentait son point de vue sur les agences³⁴. La Commission manifestement ne souhaitait pas aller beaucoup plus loin considérant que la régulation du comportement des agences relevait avant tout d'un code de bonne conduite³⁵. À partir de 2008 en revanche, un phénomène inverse se dessine.

Nous sommes donc face à un projet de règlement européen³⁶. La méthode n'est pas neutre : le règlement est plus contraignant que la directive. Il faut ici rappeler que la directive est un moyen d'harmonisation à minima qui ouvre de multiples options aux États membres. Au contraire, le règlement impose une norme uniforme dans les réglementations nationales des États membres. Or, les agences de notation constituent un oligopole très restreint, limité à quatre entités quasiment, qui ont toutes leur siège social dans le monde anglo-américain. Seul dont le règlement en tant qu'outil législatif peut avoir un sens et l'on peut même se demander si la logique ne résiderait pas plutôt dans une normalisation internationale : le Président Obama a souhaité sur ce sujet une convergence entre l'Europe et les États-Unis.

La proposition de règlement communautaire contient des règles qui devraient permettre de prévenir les conflits d'intérêts. Au demeurant, ces

³⁴ COMMISSION EUROPÉENNE, *Communication de la Commission sur les agences de notation*, Com. 2006/C59/02, 11 mars 2006.

³⁵ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, révisé en mai 2008, en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD_271.pdf>.

³⁶ Cf. Catherine MALECKI, « La proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation (ou les vertus de la régulation financière ? », J.C.P. E. 2009.1398 ; Thierry GRANIER, « La proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation », *Rev. Lamy Affaires*, n° 39, p. 29-33 ; François VEVERKA, « Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ? », J.C.P. 2009.1578 ; Véronique MAGNIER et Catherine MALECKI, « La régulation des conflits d'intérêts : des impulsions européennes », *Journ. Soc.* 2009.62.37. Pour le texte du projet, en ligne : <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_fr.pdf>.

règles n'interviennent pas de manière subreptice, mais au contraire se présentent comme des règles permettant le refoulement des conflits. Ainsi, l'article 5 de la proposition dispose que «les agences de notation veillent à ce qu'aucun conflit d'intérêts existant ou potentiel ou relation commerciale les impliquant en tant qu'émetteur d'une notation de crédit ou impliquant leurs dirigeants, leurs salariés ou toute personne directement ou indirectement liée à elles par une relation de contrôle n'affecte l'émission de ladite notation de crédit».

Cette proclamation de principe étant effectuée, viennent les règles susceptibles de mettre en œuvre concrètement cet objectif.

Dans les grandes agences de notation doit être organisé un mécanisme de rotation des analystes pour éviter que le temps n'érode l'indépendance des analystes (article 5-4). L'article 6 de la proposition contient une règle de grand bon sens: «La rémunération et la performance des analystes et des personnes chargés d'approuver les notations de crédit ne doivent pas dépendre du chiffre d'affaires que l'agence de notation tire de sa relation commerciale avec les entités notées ou tiers liés auxquels les analystes ou personnes en question fournissent des services.»

Notons encore, s'agissant toujours des règles principales garantes de l'éradication des conflits d'intérêts que, dès lors que l'agence dispose d'un conseil d'administration ou de surveillance, celui-ci doit veiller «à ce que les conflits d'intérêts soient adéquatement identifiés, gérés et divulgués».

Enfin, et l'on retrouve ici des règles que l'on rencontrera avec les analystes financiers, l'agence doit mentionner le cas échéant les conflits d'intérêts «susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement des analystes associés à l'établissement des notations de crédit et des personnes chargées d'approuver celles-ci».

Notons pour en terminer la création d'une sorte de délation de conflit d'intérêts qui rejoint la tendance en droit des affaires à instaurer la délation comme mode de régulation (annexe I Section C-5).

Il est évidemment intéressant de comparer les projets de règles européennes avec les projets de l'administration américaine. Le projet américain :

— renforce l'information sur les conflits d'intérêts potentiels ;

- oblige à publier les commissions touchées pour chaque notation ;
- interdit aux agences de notation d’agir comme consultantes.

B. Les débiteurs d’une opinion portant principalement sur des titres-actions ou des titres donnant accès au capital

Deux catégories de débiteurs d’opinion focalisent davantage leur attention sur les titres-actions : ce sont, d’une part, les analystes financiers qui sont, dans bien des cas, ennemis à produire des recommandations d’investissement (1°) ; ce sont les journalistes financiers parfois fournisseurs de telles recommandations (2°).

1. Les analystes financiers

Le cas des analystes financiers est particulièrement digne de retenir l’attention, car il a suscité à la fois une création normative importante et donné lieu à un contentieux spectaculaire.

Il existe plusieurs catégories d’analystes financiers. La catégorie la plus sensible aux questions de conflits d’intérêts est la catégorie des analystes « *sell side* » :

- ils sont employés du département « recherches » d’un prestataire de services d’investissement ;
- ils sont en charge de la recherche et de l’analyse économique sur des titres ;
- ils produisent des rapports d’analyse, conclus souvent par une recommandation d’investissement ;
- bien souvent, ils travaillent dans des établissements multicapacitaires ; bien souvent ils ajoutent d’autres tâches à leurs tâches habituelles de recherche³⁷.

Du point de vue des principes susceptibles de régir le comportement des analystes financiers, ont été posés au plan international des principes

³⁷ Voir Patrice BERGE-VINCENT, « Analystes financiers : la déontologie d’une profession au cœur de l’information financière », *Bull. COB* 2002.373.28.

susceptibles de prévenir les conflits d'intérêts de ce type de profession et deux documents de réflexion méritent plus particulièrement attention : le rapport du groupe de réflexion des experts de septembre 2003. Ce rapport s'intitule : *Financial Analysts: Best Practices in an Integrated European Financial Market. Recommendations from the Group to the European Commission services*. Le chapitre 5 du Rapport est consacré à l'étude des « conflicts of interest » (20 pages sur un rapport qui en comporte 53), le rapport de l'*International Organization of Securities Commissions* (septembre 2003)³⁸.

Deux grands actes législatifs européens contiennent des dispositions sur les conflits d'intérêts touchant la recherche en investissements. Il s'agit de la directive sur les abus de marché (voir ci-après) et de la directive

³⁸ TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on Analyst Conflicts of Interest*, 25 septembre 2003.

Les dispositions du rapport du groupe de travail sur les analystes prévoient notamment : l'interdiction pour un analyste de faire des transactions sur le titre d'un émetteur ou de ses instruments dérivés pour lequel il s'apprête à publier une analyse ;

- l'interdiction faite aux prestataires de services d'investissement qui emploient des analystes d'effectuer indûment des transactions avant la publication d'un rapport d'analyse concernant cet émetteur ;
- l'interdiction faite aux prestataires de services d'investissement qui emploient des analystes de promettre à des émetteurs des analyses favorables ou des recommandations particulières en termes de cours ou de notation, en échange d'une relation d'affaire suivie d'un service ou d'un investissement ;
- l'interdiction faite aux analystes de participer aux côtés des services de la banque d'investissement, aux road show et à toute opération publicitaire liée à une opération spécifique ;
- l'interdiction faite aux analystes de rapporter aux personnes en charge des activités de la banque d'investissement ;
- l'interdiction de lier la rémunération des analystes à des opérations financières particulières ;
- l'interdiction faite aux services de la banque d'investissement de préapprouver les rapports d'analyse sauf dans les cas visant à vérifier l'exactitude de certains éléments financiers et sous le contrôle des services de déontologie ou juridique ;
- l'obligation pour les analystes, ou la firme qui les emploie, de rendre public le fait que l'émetteur ou un tiers a, le cas échéant, offert une rémunération ou tout autre avantage lié à un rapport d'analyse. Ces dispositions ont été traduites par la COB et publiées dans le Bull. COB 2003.382.

Attention : le texte est ici celui de la communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la recherche en investissements et analystes financiers présentée en 2006 (Comm. 2006/0789 finale).

concernant les marchés d'instruments financiers (Directive MIF³⁹). La directive sur les abus de marché et ses mesures d'exécution sont entrées en vigueur dans tous les États membres. La MIF et ses mesures d'exécution devront avoir été transposées par les États membres le 31 janvier 2007 au plus tard et s'appliquer aux entreprises d'investissement à partir du 1^{er} novembre 2007.

a. La directive sur les abus de marchés (2003/6/CE du 28 janvier 2003)⁴⁰ et sa directive d'application (2003/125/CE du 22 décembre 2003)⁴¹

L'article 6 § 5 de la directive sur les abus de marché dispose que les personnes qui produisent ou diffusent des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinées aux canaux de distribution ou au public, veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

La directive d'application 2003/125/CE du 22 décembre 2003 sur les recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts qui met en œuvre l'article 6 § 5 de la directive sur les abus de marché, établit un régime global de divulgation des conflits d'intérêts pouvant affecter les recommandations d'investissement basées sur des travaux de recherche.

Le 7^e considérant de la directive indique clairement la volonté des auteurs. Les intérêts particuliers ou les conflits d'intérêts des personnes qui recommandent ou suggèrent une stratégie d'investissement peuvent influencer sur l'opinion qu'elles expriment dans leurs recommandations. Afin de permettre d'évaluer l'objectivité et la fiabilité de l'information, il convient que les intérêts financiers significatifs détenus dans tout instrument financier faisant l'objet de l'information recommandant des straté-

³⁹ Préc., note 11.

⁴⁰ PARLEMENT EUROPÉEN ET CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE, *Directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*, 2003/6/CE, 28 janvier 2003, J.O. n° L 96 du 12.04.2003, p. 16.

⁴¹ COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, *Directive portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts*, 2003/125/CE, 22 décembre 2003, J.O. n° L 339 du 24.12.2003, p. 73.

gies d'investissement, ainsi que les conflits d'intérêts éventuels ou les relations de contrôle en rapport avec l'émetteur auquel l'information se rapporte directement ou indirectement, soient mentionnés de manière appropriée. Toutefois, la présente directive ne doit pas exiger des personnes qui produisent les recommandations d'investissement qu'elles passent outre les barrières à l'information mises en place de manière effective pour prévenir et éviter les conflits d'intérêts.

Ce sont ensuite les articles 5 et 6 de la directive qui traitent expressément de la question. L'article 5 contient une norme générale concernant la mention des intérêts et des conflits d'intérêts.

Elle définit d'abord le contenu de l'information qui doit être donnée :

« 1. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes concernées mentionnent toutes les relations et circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation, en particulier lorsque les personnes concernées ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation.

Lorsque la personne concernée est une personne morale, cette exigence s'applique également à toute personne physique ou morale travaillant pour son compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui a participé à l'élaboration de la recommandation.

2. Lorsque la personne concernée est une personne morale, les informations à fournir, conformément au paragraphe 1, incluent au moins :

a) les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont accessibles ou peuvent raisonnablement être considérés comme accessibles aux personnes participant à l'élaboration de la recommandation ;

b) les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont connus de personnes n'ayant pas participé à l'élaboration de la recommandation mais ayant accès ou pouvant raisonnablement être considérées comme ayant accès à la recommandation avant sa diffusion aux clients ou au public. »

La norme impose ensuite le respect d'un principe de proportionnalité :

« 3. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que la recommandation elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 et 2. Lorsque ces exigences risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces mentions sur un site internet approprié de la personne concernée.

4. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences énoncées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites ».

L'article 6 contient un ensemble d'obligations supplémentaires concernant la mention des intérêts et des conflits d'intérêts :

« 1. Outre les obligations énoncées à l'article 5, les États membres s'assurent que toute recommandation produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, mentionne clairement et d'une façon bien visible diverses informations sur leurs intérêts et conflits d'intérêts :

a) Les participations importantes existant entre la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part. Ces participations importantes incluent au moins les cas suivants :

— lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur ;

— lorsque l'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée.

Les États membres peuvent prescrire des seuils inférieurs au seuil de 5 % prévu dans ces deux cas ;

b) les autres intérêts financiers significatifs de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée en rapport avec l'émetteur ;

c) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur;

d) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique;

e) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la mention d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période;

f) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation.»

Les États membres s'assurent que sont mentionnées, en termes généraux, les modalités administratives et organisationnelles effectives arrêtées au sein de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit, y compris les barrières à l'information, afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations.

Enfin, les États membres doivent exiger que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit mentionnent trimestriellement la part que représentent les recommandations d'« acheter », de « conserver », de « vendre » ou de termes équivalents dans l'ensemble de leurs recommandations, ainsi que la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories auxquels l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit a fourni des services de banque d'affaires importants au cours des douze derniers mois.

Comme précédemment, s'impose le respect d'un principe de proportionnalité⁴².

⁴² Les États membres s'assurent que la recommandation elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 à 4. Lorsque les obligations énoncées aux paragraphes 1 à 4 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation

b. La directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF)

La MIF fixe, entre autres, les conditions organisationnelles et opérationnelles applicables aux entreprises d'investissement agréées. Toute entreprise d'investissement qui fournit, à titre professionnel, des services d'investissement à des tiers doit normalement être agréée en vertu de la MIF et satisfaire à toutes ses exigences. Cette obligation s'étend à la fourniture de services auxiliaires, tels que « [la] recherche en investissements et [l']analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers ». Les dispositions traitant spécifiquement de la recherche en investissements sont contenues dans une directive portant mesures d'exécution de la MIF (directive d'application de la MIF).

Les dispositions générales concernant les conflits d'intérêts ont été vues avec l'étude des conflits dans les entreprises d'investissement. Mais il y a des règles relatives aux conflits d'intérêts concernant plus spécifiquement la recherche en investissements⁴³. Ces règles s'appliquent aux entreprises d'investissement qui produisent ou organisent la production de recherche en investissements qui est destinée ou susceptible d'être ultérieurement diffusée à leurs propres clients ou au public, sous leur propre responsabilité ou celle d'un membre de leur groupe.

La recherche en investissements est définie comme une sous-catégorie de recommandations au sens de l'article 1, point 3, de la directive d'application 2003/125/CE⁴⁴. Pour être considérée comme de la recherche en investissements, une recommandation doit être désignée ou décrite par l'expression « recherche en investissements », ou être autrement présentée

diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces informations sur un site Internet approprié de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit.

Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences énoncées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites.

⁴³ Directive d'application de la MIF, préc., note 12, art. 25.

⁴⁴ *Directive d'application du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des d'investissement et la mention des conflits d'intérêts*, J.O. L 339 du 24/12/2003, p. 73, art. 24.

comme objective et indépendante, et elle ne doit pas être assimilable à la fourniture de conseils en investissement (à savoir la fourniture de recommandations personnalisées, présentées comme adaptées à leur destinataire ou fondées sur l'examen de la situation propre à celui-ci)⁴⁵.

La MIF complète le régime détaillé instauré par la directive sur les abus de marché en exigeant, pour ce qui concerne la mention des conflits d'intérêts affectant la recherche en investissements :

- la divulgation des cas dans lesquels les dispositions organisationnelles ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité ; et
- la divulgation de la politique de l'entreprise d'investissement en matière de conflits d'intérêts.

L'idée est que la MIF et la directive sur les abus de marché fonctionnent harmonieusement de pair. Le champ des « recommandations » au sens de la directive 2003/125/CE lorsqu'elles sont produites par une entreprise d'investissement est exclusivement limité à la recherche en investissements ou aux informations publicitaires au sens de la MIF. Les recommandations d'une entreprise d'investissement qui ne constituent pas de la recherche en investissements doivent être clairement identifiables

⁴⁵ Lorsqu'elles s'appliquent, les règles susmentionnées ont deux conséquences :

- l'entreprise d'investissement concernée doit veiller à mettre en œuvre toutes les mesures organisationnelles prévues dans la directive d'application de la MIF en ce qui concerne les analystes financiers et les autres personnes dont les responsabilités ou les intérêts professionnels pourraient entrer en conflit avec ceux des destinataires de la recherche. Ces mesures exigent une séparation effective entre les fonctions professionnelles visant à servir différents clients ou différents intérêts commerciaux ; et
- l'entreprise d'investissement doit prendre d'autres mesures spécifiques de nature à garantir l'objectivité de la recherche en investissements.

Une mesure importante veut ainsi qu'elle interdise aux personnes concernées d'exécuter certaines transactions portant sur des instruments financiers lorsqu'elles ont connaissance de la date de diffusion ou du contenu d'une recherche en investissements pertinente et que cette connaissance n'est pas accessible au public, ainsi que des transactions personnelles qui iraient à l'encontre de recommandations en vigueur. D'autres restrictions concernent l'acceptation d'avantages en relation avec la recherche en investissements, la promesse d'une couverture favorable dans la recherche en investissements, les personnes autorisées à examiner les projets de recherche en investissements et l'objet d'un tel examen.

en tant qu'informations publicitaires et elles doivent contenir, en bonne place, une mention indiquant clairement (ou, dans le cas d'une recommandation orale, une déclaration aux mêmes effets) qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux normes arrêtées pour promouvoir l'objectivité de la recherche en investissements.

Depuis ces directives, la Commission n'a pas formulé d'autres propositions. Signalons toutefois une communication du 14 décembre 2006 relative à la « Recherche en investissements et analystes financiers »⁴⁶.

Reste pendante la grande question qui ne semble guère faire l'objet d'une préoccupation européenne : la protection du marché contre les conflits d'intérêts n'appelle-t-elle pas le développement d'une analyse financière indépendante ? Une telle analyse indépendante suppose la conception de modes de financement assurant cette indépendance. Peut-on imaginer un système mutualisé de financement par les sociétés cotées ?

2. Les journalistes financiers

Il est ici deux textes à prendre en considération. Tout d'abord, la directive-cadre 2003/6/CE relative aux abus de marchés⁴⁷, laquelle prévoit à l'article 6.5 :

Article 6.5

« Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherches concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers, ou les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinées aux canaux de distribution ou au public, veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionne leurs intérêts ou l'existence de conflit d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. »

De cette disposition générale résultent deux obligations particulières et une modalité spécifique de mise en œuvre, communes aux journaux et journalistes et aux services d'analyse financière et analystes.

⁴⁶ Com. 2006/0789 finale, 12 décembre 2006.

⁴⁷ Préc., note 40.

Les deux obligations sont une obligation de présentation équitable de l'information et une obligation de déclaration des intérêts ou conflits d'intérêts qu'ils peuvent avoir avec les entreprises auxquelles se rapporte l'information. S'agissant des journaux, ces obligations ne s'appliquent qu'à ceux qui recommandent ou suggèrent une stratégie d'investissement, c'est-à-dire à ceux qui jouent les conseils en investissement, explicitement ou implicitement, non à ceux qui se contentent de rendre compte de l'évolution de la Bourse, du cours d'un titre ou d'une entreprise⁴⁸.

Ce texte offre en fait la possibilité de se contenter d'une réglementation d'origine professionnelle.

En effet, la directive n'impose pas aux États d'édicter une réglementation publique mais demande qu'ils « s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée ». Le Considérant 22 précise ce qu'il faut entendre par là :

« Les États membres devraient être en mesure de choisir la manière la plus appropriée d'établir une réglementation pour les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou pour les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, y compris des mécanismes appropriés d'autorégulation, qui devraient être notifiés à la Commission ».

Il est donc possible de se suffire d'un code de déontologie ou d'une charte, à condition qu'elle soit obligatoire et sanctionnée disciplinairement⁴⁹.

Le deuxième texte susceptible de nous intéresser est la directive d'application 2003/125/CE du 22 décembre 2003 relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêts⁵⁰. Elle précise en détail les obligations des émetteurs de recommandations, même s'agissant de recommandations implicites ou de simples suggestions, à condition qu'il s'agisse de recommandations destinées à être rendues publiques. Elle distingue deux cas.

S'agissant des journaux qui diffusent leurs propres analyses et recommandations, la directive exige que la réglementation à venir mentionne

⁴⁸ Jean-Jacques DAIGRE, « Intégrité du marché et liberté de la presse », R.D.B.F. 2004.2.81.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ Préc., note 41.

clairement l'identité du journaliste. Elle exige que la réglementation à venir impose la mention de tous les intérêts et conflits d'intérêts que ces organes et leurs journalistes peuvent avoir avec l'émetteur auquel se rapporte la recommandation et, plus largement, toutes les circonstances qui peuvent laisser raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de l'information, ce qui est particulièrement large.

S'agissant des journaux qui se contentent de diffuser des recommandations produites par des tiers (en pratique par des services d'analyses de banques ou d'entreprises d'investissement), la directive d'application du 22 décembre 2003 impose des règles déontologiques minima. La réglementation à venir devra imposer la mention de l'identité de l'auteur de la reproduction de la recommandation, et révéler la source de l'information et la référence permettant au public d'y accéder directement, pour autant qu'elle soit publique.

Enfin, précisons que l'article 5 de la directive du 22 décembre 2003 dispose que : « Les paragraphes 1 à 3 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée dans les États membres, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 à 3. »

*
* *

Pour autant que cette étude semble volumineuse, elle n'épuise sans doute pas la question qui est au cœur de notre propos. D'une part, les sources de conflits sont innombrables et chacun peut sans doute en imaginer de nouvelles. D'autre part, les réflexions sur la crise financière sont rarement exemptes d'accusation portées sur les conflits d'intérêts. La mise en cause de leur rôle apparaît au détour de phrases de plus en plus nombreuses C'est donc bien, comme on l'a dit parfois, d'une question majeure pour le XXI^e siècle dont il s'agit.

Cette expansion de la prise en compte des conflits fait naître une interrogation : jusqu'où peut-on aller et à quel coût ? À trop vouloir écarter des conflits souvent simplement potentiels, ne risque-t-on pas de paralyser la vie des affaires ? Par ailleurs, les coûts de détection des conflits sont élevés et ajoutent aux coûts de « compliance ». Ne risque-t-on pas de privilégier

les acteurs les plus puissants en imposant aux autres des charges quasi insupportables ? On a vu en France certains grands cabinets d'audit menacer d'abandonner le métier de l'audit légal si une réglementation trop contraignante des conflits d'intérêts aboutissait à leur faire perdre des parts de marché substantielles dans le domaine du conseil. Du point de vue de la politique législative, la réglementation des conflits est matière délicate. L'Europe semble être demeurée à ce jour dans les limites du raisonnable. Il est souhaitable qu'elle sache conserver cette attitude.