

La prévention et la gestion des conflits d'intérêts au sein des prestataires de services d'investissement (PSI) : analyse des rapports adressés à l'AMF en 2007

La synthèse des rapports spécifiques est présentée ci-après à partir des déclarations qu'ils contiennent en réponse à la demande de l'AMF de décrire, avant le 1^{er} novembre 2007, les conditions dans lesquelles sont respectées les obligations professionnelles en matière de conflits d'intérêts à la charge des prestataires de services d'investissements (PSI) dans l'exercice des services d'investissement à partir du 1^{er} novembre 2007.

D'inégale importance et imparfaitement commensurables entre elles, les six obligations énumérées ci-après, représentant autant de chantiers de contrôle pour les RCCI et les RCSI, suivent l'ordre de présentation des textes (directives et règlement général de l'AMF), de la lettre de l'Autorité du 28 février 2007 et des rapports spécifiques :

- obligation de détection et de recensement des situations de conflits d'intérêts potentiels ;
- obligations d'établissement et de maintien d'une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts ;
- obligation de tenue d'un registre des services ou des activités donnant lieu à un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable ;
- obligation d'information des clients en cas de conflits d'intérêts non résolus ;
- obligations organisationnelles supplémentaires exigibles en cas de production et de diffusion de travaux de recherche en investissements ;
- obligation de respect des dispositions particulières applicables aux sociétés de gestion de portefeuille.

*

* *

A partir des questions posées par l'Autorité des marchés financiers, les rapports spécifiques sont établis sur une base déclarative. Deux conséquences en découlent. D'une part, les rapports spécifiques sont assujettis à une obligation renforcée d'exactitude et de sincérité. D'autre part, l'exactitude et la sincérité de leur compte rendu ne peuvent être exonérées *a priori* de toute contestation.

Les rapports spécifiques 2007 sur les conditions dans lesquelles les prestataires s'acquittent de leurs obligations professionnelles en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts se caractérisent, cette année encore, par une qualité inégale de contenu et de présentation qui ne semble pas directement ni uniquement liée au statut juridique, à l'ancienneté ou à la taille du prestataire.

D'une façon générale, les prestataires de services d'investissement affirment leur « totale adhésion » au mouvement de meilleure réglementation impulsé par la directive MIF qui, à les lire, « ne fait que renforcer en les formalisant davantage » les principes et les pratiques de prévention déjà en vigueur, souvent depuis plusieurs années.

Les rapports 2007, toutefois, ont tendance à se limiter bien souvent à un inventaire des pratiques et des procédures déjà en place, sans comparaison ni confrontation suffisantes avec les obligations nouvelles issues de la transposition de la directive MIF et de sa directive d'application à partir du 1^{er} novembre 2007.

L'explication lue dans un rapport spécifique sur trois est aussi directe et péremptoire que celle-ci : « Nous disposons depuis longtemps d'un dispositif assez complet en matière de conflits d'intérêts ».

La conséquence est que l'on cherchera en vain les rapports spécifiques 2007 pointant des situations de conflits d'intérêts potentielles ou avérées :

- qui n'aient pas été déjà identifiées par la réglementation ou les associations professionnelles, d'une part ;
- et qui ne soient pas faibles ou bénignes, d'autre part.

De plus, les rapports prennent l'engagement que toutes les situations relevées seraient encadrées au plus tard le 1^{er} novembre 2007 par des procédures de prévention et de gestion suffisantes.

Enfin, l'approche décrite par un petit nombre de prestataires pourrait être opportunément adoptée par tous. Elle consiste à se concentrer non sur les conflits d'intérêts potentiels mais sur les conflits d'intérêts potentiels *résiduels*, c'est-à-dire sur ceux qui subsistent après évaluation du dispositif de prévention déjà en place.

Au crédit des rapports spécifiques 2007, l'on portera sans réserve l'expression par les prestataires de services d'investissement d'une :

- prise de conscience renouvelée de la permanence de l'actualité de la prévention et de la gestion des conflits d'intérêts, notamment par la mise en place d'actions de sensibilisation et de formation des personnels ;
- reconnaissance réfléchie de la réalité des risques ultimes, notamment d'image et de réputation, assortis de leurs conséquences financières, induits par l'existence de situations de conflits d'intérêts ;
- recherche et prise en compte actualisées au fil du temps des manifestations principales de ces risques dans les différents services d'investissement exercés, dont les programmes de contrôle périodique devraient pouvoir, dès 2008, enregistrer une maîtrise en progrès.

Au titre de ses recommandations, l'AMF souligne l'avantage que les prestataires de services d'investissement retireraient à concentrer leurs efforts non sur les conflits d'intérêts potentiels mais, après inventaire complet de ces derniers, sur les conflits d'intérêts potentiels résiduels, c'est-à-dire ceux qui persistent après évaluation du dispositif de prévention déjà en place.

Par ailleurs, s'agissant de l'information due au client non professionnel en cas de conflit d'intérêts non résolu, l'AMF rappelle qu'elle est :

- obligatoire pour le PSI lorsque les mesures prises « ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité » ;
- préalable à la fourniture de services d'investissement ou de services connexes ;
- communiquée sous une forme détaillée, claire et adaptée à la compréhension présumée du client lui permettant une prise de décision en toute connaissance de cause ;
- fournie sur un support durable.

Enfin, l'AMF confirme aux PSI qu'ils doivent strictement respecter la double obligation d'une claire identification de l'information publicitaire en tant que « communication à caractère promotionnel », et d'insertion de l'avertissement réglementaire.

INTRODUCTION

Rappel du cadre réglementaire

Périmètre de l'étude

1 . Obligation de détection et de recensement des situations de conflits d'intérêts potentiels

- 1.1 Définition et identification des situations de conflits d'intérêts
- 1.2 Interrogations et difficultés des prestataires de services d'investissement
- 1.3 Etablissement d'une cartographie des situations de conflits d'intérêts

2 . Obligations d'établissement et de maintien d'une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts

- 2.1 Formalisation de la politique de gestion des conflits d'intérêts
- 2.2 Contenu type des déclarations de politique de gestion des conflits d'intérêts
- 2.3 Contenu des politiques de prévention et de gestion des conflits d'intérêts

3 . Obligation de tenue d'un registre des services ou des activités donnant lieu à un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable

- 3.1 Source, nature juridique et objet de l'obligation
- 3.2 Forme du registre, mise à jour, contrôle, conservation
- 3.3 Cartographie et registre

4 . Obligation d'information des clients en cas de conflits d'intérêts non résolus

- 4.1 Sources juridiques et nature de l'obligation d'information des clients
- 4.2 Nature de l'obligation d'information du client
- 4.3 Gestion de l'obligation d'information des clients
- 4.4 Difficultés rencontrées

5 . Obligations organisationnelles supplémentaires exigibles en cas de production et de diffusion de travaux de recherche en investissement

- 5.1 Définition de la recherche en investissement et de l'information publicitaire
- 5.2 Exigences organisationnelles supplémentaires applicables

6 . Obligation de respect des dispositions particulières applicables aux sociétés de gestion de portefeuille

- 6.1 Interdiction de gérer le portefeuille du promoteur ou du dépositaire de l'OPCVM
- 6.2 Restriction à la fourniture de conseils rémunérés

INTRODUCTION

Rappel du cadre réglementaire

En application des dispositions de l'article 143-2 de son règlement général, et dans le contexte particulier de la transposition en droit français des dispositions de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF) et de sa directive d'application 2006/73/CE (directive d'application), l'Autorité des marchés financiers (ci-après AMF) a demandé, par courrier du 28 février 2007 aux présidents des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires habilités d'examiner, d'une part les conditions pratiques de mise en œuvre de leurs obligations professionnelles en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts, et d'autre part la conformité de cette mise en œuvre aux dispositions de la directive MIF et de sa directive d'application.

L'AMF attendait des responsables de la conformité et du contrôle interne (RCCI) et des responsables du contrôle des services d'investissement (RCSI) qu'ils formalisent dans un rapport spécifique à remettre avant le 1^{er} novembre 2007, date d'entrée en vigueur de la directive MIF, et mentionnant les éventuelles difficultés rencontrées, les conclusions de leurs travaux visant à :

- recenser les situations existant dans leur établissement, qui entrent dans le champ des conflits d'intérêts définis à l'article 21 de la directive d'application (article 18-1 de la directive MIF) ;
- définir les grandes lignes de la politique de gestion des conflits d'intérêts qui sera mise en œuvre en leur sein en application de l'article 22 de la directive d'application : procédures de contrôle des échanges d'information, rattachements hiérarchiques, politique de rémunération, etc.
- définir les dispositions spécifiques à l'activité de recherche en investissement qui seront mises en œuvre en leur sein en application de l'article 25 et des considérants 31 et 32 de la directive d'application ;

S'agissant des seules sociétés de gestion de portefeuille, l'AMF attendait également des RCCI la vérification du respect des règles spécifiques applicables à la gestion collective énoncées aux articles 322-48 et 322-71 4^{ème} alinéa de son règlement général en vigueur jusqu'au 31 octobre 2007.

L'attention des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires habilités était attirée sur le fait qu'en application de la directive MIF, les mesures à prendre doivent tenir compte de la taille, de l'organisation de la société et de l'importance et de la complexité de son activité.

Périmètre de l'étude

La demande a été adressée par l'Autorité des marchés financiers à l'ensemble des prestataires de services d'investissement (PSI) actifs en janvier 2007, soit à 506 sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et à 440 autres prestataires de services d'investissement (PSI) appartenant à la catégorie des prestataires habilités¹.

488 sociétés de gestion de portefeuille et 413 prestataires habilités ont adressé leur « rapport spécifique » à l'AMF, soit un taux de réponse moyen supérieur à 95 %².

¹ Au sens de l'article 311-2 du RGAMF dans sa rédaction au 30 avril 2007.

² 96,4% des sociétés de gestion et 93,9% des autres prestataires de services d'investissement ont répondu à la lettre de demande de l'AMF du 28 février 2007.

1. Obligation de détection et de recensement des situations de conflits d'intérêts potentiels

- C'est au respect de cette première obligation que les prestataires de services d'investissement consacrent plus du tiers de leur rapport spécifique 2007.

64 % des sociétés de gestion et 84 % des prestataires habilités se sont livrés à une identification et à un recensement satisfaisants des situations de conflits d'intérêts existantes ou « susceptibles de se produire » en pouvant porter atteinte aux intérêts du client.

La raison invoquée de cette prééminence est l'attention particulière, ancienne et constante, de la majorité des prestataires à « mieux connaître pour mieux les maîtriser », leurs risques de non-conformité mis en situation par tout conflit d'intérêts potentiel ou avéré.

Il n'y a toutefois qu'un seul rapport spécifique qui commence par : « Toutes les sociétés de gestion de portefeuille sont confrontées à de très importantes situations de conflit d'intérêts, et notre société n'échappe pas au lot commun. »

- Pour mener à bien ces travaux, les prestataires de services d'investissement ont été très nombreux à recourir aux conseils et guides méthodologiques préparés à leur intention par les organisations professionnelles.

Pour ne citer qu'un seul de ces guides méthodologiques, le document pédagogique élaboré par la Commission déontologie et conformité de l'Association française de la gestion financière-AFG, et transmis à ses adhérents le 27 septembre 2007 pour les aider à rédiger leur rapport spécifique, connaît un succès certain. Les deux tiers des sociétés de gestion de portefeuille s'y réfèrent explicitement.

Ce *vade-mecum* comme le nomment les RCCI, est un tableau présentant sous la forme d'un inventaire théorique 34 situations de conflits d'intérêts possibles dans l'exécution des services d'investissement par une société de gestion de portefeuille (SGP).

Il est remarquable que ce *vade-mecum*, initialement conçu pour les SGP, ait été également utilisé, tel quel ou sous des formes amendées, par environ un quart des RCSI dans leurs travaux préparatoires à l'entrée en vigueur de la directive MIF.

Tout compte fait, l'inventaire raisonné des conflits d'intérêts proposé par l'AFG est utilisé, sous une forme condensée ou développée, dans la moitié des rapports spécifiques des PSI, sociétés de gestion de portefeuille et autres prestataires.

1.1 Définition et identification des situations de conflits d'intérêts

1.1.1 Des travaux d'analyse par étapes

Les RCCI et les RCSI disent avoir mené leurs travaux d'analyse par étapes successives. Ils ont d'abord cherché à identifier les entités et les personnes concernées, puis les principes mis en place, avant de dresser la liste des situations possibles de conflits d'intérêts.

Lors de cette phase de travaux, les questions de définition sont apparues des préalables importants à la majorité des rapporteurs qui ont recherché les sources juridiques des conflits d'intérêts.

En l'absence de définition formelle, législative ou réglementaire, du conflit d'intérêts³, certains RCCI et RCSI ont jugé bon de proposer la leur, sous des formulations recherchées à la fois pour leur généralité et leur concision. Le résultat n'est pas toujours éclairant tant l'exercice est délicat.

D'autres, plus nombreux, se sont simplement reportés aux textes pour déterminer les acteurs et les circonstances d'un conflit d'intérêts préjudiciable à un client bénéficiaire d'un service d'investissement.

Or, au moment de la rédaction des rapports spécifiques 2007, les articles du règlement général de l'AMF transposant la directive MIF, publiés au mois d'avril, étaient connus des prestataires. C'est donc par souci de simplicité que les PSI se sont référés directement au seul règlement général de l'AMF, renvoyant pour information complémentaire en annexe au texte fondateur des directives européennes.

1.1.2 Acteurs et circonstances des conflits d'intérêts

- **Les acteurs** sont les personnes physiques et morales mentionnées à l'article 313-18 du RGAMF :

« Le prestataire de services d'investissement prend toute mesure raisonnable lui permettant de détecter les situations de conflits d'intérêts se posant lors de la prestation de services d'investissement, de services connexes ou de la gestion d'OPCVM :

1° Soit entre lui-même, les personnes concernées ou toute personne directement ou indirectement liée au prestataire par une relation de contrôle, d'une part, et ses clients, d'autre part ;

2° Soit entre deux clients. »

- **Les circonstances** sont les cinq situations décrites à l'article 313-19 du RGAMF, que l'article 21 de la directive d'application nomme critères minimaux, pour identifier les situations de conflits d'intérêts susceptibles de léser les clients lors de la prestation de services d'investissement et de services auxiliaires ou d'une combinaison des deux.

« Article 313-19 du RGAMF

En vue de détecter, en application de l'article 313-18, les situations de conflits d'intérêts dont l'existence peut porter atteinte aux intérêts d'un client, le prestataire de services d'investissement prend au moins en compte l'éventualité que les personnes mentionnées à l'article 313-18 se trouvent dans l'une des situations suivantes, que celle-ci résulte de la fourniture de services d'investissement ou de services connexes, ou de la gestion d'OPCVM ou de l'exercice d'autres activités :

³ Antérieurement au 1er novembre 2007, toutefois, le code monétaire et financier (article L 533-4) disposait que « les règles de bonne conduite obligent (les PSI) notamment à s'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que les clients soient traités équitablement ».

De plus, l'article 321-23-3 du RGAMF précise que les procédures connues sous le nom de « muraille de Chine » prévoient notamment « l'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes entités susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans les locaux du prestataire habilité... ».

Quant à l'article 321-24 du RGAMF, il rappelle que « les règles de bonne conduite établissent... les principes généraux de comportement et leurs règles essentielles d'application et de contrôle, auxquels doivent se conformer le prestataire habilité et les personnes agissant pour son compte ou sous son autorité. »

Enfin, conformément à l'article 11-3 du règlement du CRBF n° 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, « les entreprises assujetties mettent en place les procédures permettant de suivre et d'évaluer la mise en œuvre effective des actions visant à remédier à tout dysfonctionnement dans la mise en œuvre des obligations de conformité. Dans ce cadre, l'organe exécutif définit des procédures permettant de garantir la séparation des tâches et de prévenir les conflits d'intérêts. »

1° Le prestataire ou cette personne est susceptible de réaliser un gain financier ou d'éviter une perte financière aux dépens du client ;

2° Le prestataire ou cette personne a un intérêt au 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 au résultat ;

3° Le prestataire ou cette personne est incité, pour des raisons financières ou autres, à privilégier les intérêts d'un autre client ou d'un groupe de clients par rapport aux intérêts du client auquel le service est fourni ;

4° Le prestataire ou cette personne exerce la même activité professionnelle que le client ;

5° Le prestataire ou cette personne reçoit ou recevra d'une personne autre que le client un avantage en relation avec le service fourni au client, sous quelque forme que ce soit, autre que la commission ou les frais normalement facturés pour ce service. »

1.2 Interrogations et difficultés des prestataires de services d'investissement

1.2.1 Une interprétation difficile de textes jugés trop théoriques

Au moment de l'identification et du recensement des conflits d'intérêts, certains RCSI de grands groupes dits « multi capacitaires » ne cachent pas que l'interprétation des textes s'est avérée sur certains points difficiles. »

« Les textes européens ont une approche trop théorique des conflits d'intérêts. Les situations envisagées sont très vagues et ne reposent pas sur une approche concrète. »

« Nous avons, par exemple, été amenés à reformuler la définition des conflits d'intérêts dans le manuel de déontologie afin que les différents opérationnels puissent mieux appréhender cette notion. » (...)

A l'opposé, dans les sociétés de gestion dites indépendantes et les entreprises d'investissement de taille plus modeste, un petit nombre de rapporteurs objectent le critère de la taille : « Le principal point qu'il convient de soulever sur cette question relève de la difficulté à appliquer une réglementation dont l'approche théorique est plus pertinente pour des structures plus importantes que [la nôtre] ».

1.2.2 Des difficultés de définition et de recensement

Quand le propos se précise, les rédacteurs des rapports spécifiques déclarent avoir rencontré des difficultés dans la définition et le recensement tant des acteurs que des circonstances des conflits d'intérêts.

- *Difficultés dans la définition des acteurs*

Par précaution de principe, les rapporteurs ont donc dressé des listes exhaustives de toutes les personnes physiques et morales pouvant être à un moment et à un degré quelconques, impliquées dans « toute activité » mettant en concurrence des intérêts divergents possiblement préjudiciables à la clientèle.

Bien que définies au II de l'article 313-2 du RGAMF⁴, les « personnes concernées » semblent susciter quelques confusions.

Les personnes physiques recensées sont les associés, les dirigeants, les salariés et agents des PSI, des intermédiaires, des distributeurs, des autres prestataires, ce qui excède la définition donnée à l'article sus-cité.

Certains rapports spécifiques ajoutent à cette énumération « les investisseurs personnes physiques », sans préciser si ces derniers sont en même temps associés, dirigeants, etc., ce qui serait compréhensible.

- *Difficultés dans la définition des circonstances*

- Les circonstances sont énumérées à l'article 313-19 du RGAMF : les conflits d'intérêts qu'il convient d'identifier et recenser sont ceux qui existent ou pourraient exister dans une situation résultant « de la fourniture de services d'investissement ou de services connexes, ou de la gestion d'OPCVM ou de l'exercice d'autres activités ».

Les conflits d'intérêts entrant dans le périmètre du dispositif sont ceux qui se posent lorsque l'un des deux intérêts en présence se manifeste lors de la prestation de services d'investissement, de services connexes ou de la gestion d'OPCVM, alors que le second peut naître de la fourniture soit de l'un de ces services, soit de toute autre activité.

Aussi, les RCCI et les RCSI ne répondent-ils pas à toute l'obligation quand ils croisent les cinq « situations » de conflits d'intérêts susceptibles de léser les clients avec les huit services d'investissement et les six services connexes énumérés aux articles L. 321-1 et L. 321-2 du code monétaire et financier.

- Les difficultés peuvent apparaître également quand le RCSI ou le RCCI substitue aux définitions générales et génériques des cinq groupes de situations de l'article 313-19 du RGAMF (« réaliser un gain financier ou éviter une perte financière », « avoir un intérêt au résultat », etc.) des exemples concrets de situations réelles : par exemple, « affectation tardive de la réponse d'un ordre », « rotation importante non justifiée des portefeuilles », « opérations pour compte propre venant en concurrence avec celles réalisées pour le compte des clients », etc. Le rattachement de l'exemple concret à la catégorie générique n'est pas toujours adapté. Les guides et modèles préparés par les organisations professionnelles montrent alors toutes leurs qualités : commodité d'utilisation, normalisation de la terminologie employée, précision et exhaustivité des personnes « concernées » et des situations évoquées.

On notera que les prestataires qui n'exercent *de facto* que quelques-uns seulement des services d'investissement pour lesquels ils ont reçu un agrément, ont su « adapter » le compte rendu de leurs travaux à la réalité de leur(s) activité(s), sans perte disproportionnée d'intérêt et de substance.

⁴ Article 313-2 du RGAMF :

« I - (...)

II. - Au sens du présent livre, une personne concernée est toute personne qui est :

1° Un gérant, membre du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire, directeur général ou directeur général délégué, tout autre mandataire social ou agent lié mentionné à l'article L. 545-1 du code monétaire et financier du prestataire de services d'investissement ;

2° Un gérant, membre du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire, directeur général ou directeur général délégué ou tout autre mandataire social de tout agent lié du prestataire de services d'investissement ;

3° Un salarié du prestataire ou d'un agent lié du prestataire de services d'investissement ;

4° Une personne physique mise à disposition et placée sous l'autorité du prestataire ou d'un agent lié du prestataire et qui participe à la fourniture de services d'investissement ou la gestion d'OPCVM par le prestataire de services d'investissement ;

(Arrêté du 5 août 2008) « 5° Une personne physique qui participe, conformément à un accord d'externalisation, à la fourniture de services au prestataire ou à son agent lié en vue de la fourniture de services d'investissement ou conformément à une délégation de gestion d'OPCVM, à la gestion d'OPCVM par le prestataire de services d'investissement.

1.3 Etablissement d'une cartographie des situations de conflits d'intérêts

Si les directives européennes (la directive MIF et sa directive d'application) et le règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'utilisent pas le mot « cartographie », son emploi systématique dans les rapports spécifiques 2007 souligne l'unanime compréhension de la nature de l'obligation imposée.

1.3.1 Combien de cartographies des conflits d'intérêts ?

Près de la moitié des prestataires de services d'investissement (44,5% des SGP et 51% des autres prestataires) déclarent avoir établi une « cartographie des situations de conflits d'intérêts » qu'environ 80% d'entre eux présentent dans leur rapport spécifique soit par un commentaire soit par la reproduction pure et simple du fichier support.

1.3.2 Des formes plus ou moins élaborées et riches d'information

Comme déjà précisé, la moitié des PSI a utilisé « l'inventaire théorique des situations de conflits d'intérêts » proposé par l'AFG.

- En abscisse de l'inventaire théorique des situations de conflits d'intérêts, sont reportées :
 - les personnes physiques et/ou morales concernées ;
 - les dispositions du règlement général de l'AMF visées ;
 - l'éventuelle implication du prestataire de services d'investissement ;
 - l'existence d'une procédure au 31 octobre 2007, donc avant l'entrée en vigueur de la directive MIF, et, le cas échéant, sa nature et son objet.

Et parfois une colonne de commentaires permet au RCCI / RCSI de compléter, préciser et nuancer les OUI / NON / NA cochés en réponse.

- En ordonnée, l'inventaire se compose d'une liste de 34 situations de conflits d'intérêts éventuels, classées en 8 groupes.

Dans le **1^{er} groupe**, figurent les conflits d'intérêts éventuels résultant directement de *l'activité de gestion financière*.

Par exemple, les clients ou les porteurs peuvent être privilégiés ou désavantagés par l'affectation tardive de la réponse d'un ordre, ou bien systématiquement avantagés par l'affectation des réponses d'ordres passés sur les marchés.

Une erreur de bourse peut être affectée à certains clients, au lieu d'être imputée au compte erreur de la SGP.

Des positions « achat-vente » peuvent être arbitrées entre des OPCVM ou entre des OPCVM et des mandants.

En cas d'effet de rareté lors d'une émission, d'un placement privé ou d'une introduction en bourse, certains mandants ou OPCVM peuvent être traités de manière inégalitaire, non pas par application d'une procédure interne de bonne pratique professionnelle, mais en raison de leur importance économique ou de leurs liens particuliers avec la SGP et/ou ses salariés.

Dans la même situation de rareté, des salariés ou des dirigeants de la SGP peuvent bénéficier d'une affectation prioritaire d'instruments financiers aux dépens de la clientèle.

La situation de conflit d'intérêts peut également devenir patente quand il y a investissement dans les instruments financiers, notamment non cotés, d'un émetteur dont une part significative du capital est détenue par un distributeur des OPCVM de la SGP, un client, la SGP en compte propre, un dirigeant ou un salarié de la SGP, ou encore une société liée à cette dernière.

Dans le **2^{ème} groupe**, sont répertoriés les conflits d'intérêts éventuels concernant les rémunérations directes ou indirectes perçues par la société de gestion.

Par exemple, hors de toute considération économique et financière, un gérant peut être incité à une rotation excessive de ses portefeuilles (*churning*) dans le seul but d'accroître les commissions de mouvement qu'il encaisse.

De même, pour augmenter les frais de gestion variables, un gérant peut être amené à prendre des risques inconsidérés dans ses investissements et désinvestissements.

Est également constitutive d'un conflit d'intérêts, l'attitude consistant à utiliser systématiquement ou abusivement dans une gestion sous mandat des OPCVM rétrocedant des frais de gestion ou des commissions de souscription dans une proportion significativement supérieure à la moyenne du marché. Ou bien encore, la politique visant à maintenir des liquidités non rémunérées excessives dans des mandats (hors PEA) et des OPCVM, en accord avec un teneur de compte.

Dans le **3^{ème} groupe**, sont recensés les conflits d'intérêts éventuels impliquant un défaut d'organisation ou une carence des procédures de la société de gestion.

Constitue un défaut d'organisation, risque de conflit d'intérêts contraire aux intérêts des donneurs d'ordre :

- la rémunération des salariés en proportion des produits générés par les opérations réalisées pour compte des clients ;
- le rattachement hiérarchique unique de personnes exerçant des métiers différents, notamment dans les activités de marché et de conseil aux émetteurs.

Révèlent une carence des procédures, la circulation et l'échange d'informations non contrôlées entre des personnes exerçant des activités comportant une probabilité de conflit d'intérêts.

Les conflits d'intérêts éventuels du **4^{ème} groupe** sont liés aux opérations pour compte propre de la société de gestion, de ses salariés et de ses dirigeants.

Ces opérations pour compte propre viennent en concurrence avec celles réalisées pour le compte de la clientèle, entraînant des mouvements de cours qui peuvent lui être préjudiciables.

En particulier, les souscriptions par un gérant de portefeuille, pour compte de ses mandants, de parts ou d'actions d'un OPCVM qu'il gère ne peuvent pas être présumées réalisées dans l'intérêt premier du client.

Dans le **5^{ème} groupe**, sont rassemblés les situations de conflits d'intérêts éventuels survenant entre deux ou plusieurs catégories de clients.

Par exemple, dans le cadre d'un service de réception et de transmission d'ordres, les opérations réalisées pour les OPCVM et les mandants peuvent venir en concurrence avec celles réalisées pour le compte d'autres clients, du fait des mouvements de cours qu'elles provoquent.

Autre exemple pris dans la gestion par une SGP d'un portefeuille démembré : il existe un risque de traitement inéquitable entre les nus propriétaires et les usufruitiers.

De même quand un gérant a des liens familiaux avec son mandant ou entretient avec lui des relations économiques et financières privées ; ou encore quand un client détient une partie du capital de la société de gestion.

Les éventuels conflits d'intérêts en relation avec les activités de sociétés liées relèvent du **6^{ème} groupe**.

Par exemple, lorsqu'une société liée à la SGP est partie prenante à une opération d'investissement ou de désinvestissement, après en avoir été le conseil ou membre du syndicat de placement.

Ou lorsque cette société liée (l'un de ses salariés ou dirigeants) intervient en vue d'obtenir au détriment de la clientèle de la SGP, un avantage au profit de son groupe d'appartenance, par exemple, au profit des activités d'intermédiation, des produits de marché ou des OPCVM, de la gestion sous mandat d'actifs appartenant au groupe ou au profit de sa recherche en investissement.

Génèrent également un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable,

- l'intervention d'un émetteur en relation personnelle ou commerciale avec une société liée dont les actionnaires sont les mandants ou les OPCVM gérés par la SGP, en vue d'obtenir des décisions de vote ou des réponses favorables de la SGP ;
- l'intervention d'une société liée dont les clients de la SGP détiennent des instruments financiers, en vue d'influencer la réponse de cette dernière à une offre publique portant sur lesdits instruments ;
- l'intervention d'un mandant, client important du groupe, en vue d'obtenir des avantages contraires à l'intérêt de l'ensemble des clients ;
- la participation de salariés et de dirigeants de la SGP à des décisions du groupe d'appartenance qui les placent en situation de concurrence d'intérêts avec leur SGP et leurs clients.

Dans le **7^{ème} groupe**, les conflits d'intérêts nés des activités des intermédiaires de marché peuvent prendre la forme :

- du choix d'un intermédiaire en fonction des relations économiques, financières, familiales ou personnelles entretenues avec la SGP, ses salariés et dirigeants ou une société liée ;
- de l'acceptation de cadeaux et avantages d'une nature et d'une valeur propres à influencer de façon induite le choix des intermédiaires et les services rendus aux clients ;
- du traitement privilégié des dirigeants et salariés de la SGP ayant ouvert un compte d'instruments financiers chez un intermédiaire en relation d'affaires habituelles avec la SGP.

Dans le **8^{ème} et dernier groupe**, sont inventoriées les situations de conflits d'intérêts liées aux relations privilégiées de la SGP, de ses salariés et dirigeants avec des émetteurs et des distributeurs.

Par exemple, le traitement privilégié d'un distributeur ou d'un fonds en matière d'information de positions ou des décisions prises par la SGP pour compte des OPCVM gérés est constitutif d'un conflit d'intérêts.

De même, le service de conseil offert par une SGP, ses salariés ou ses dirigeants, à un émetteur dont les instruments financiers sont détenus par les mandants et OPCVM qu'elle gère.

Ou encore, l'exercice par un membre de la SGP d'une fonction de dirigeant, d'administrateur ou de membre de conseil de surveillance dans une société dont les instruments financiers sont détenus par les mandants et OPCVM.

- Dans près d'un cas sur deux, cet inventaire théorique est repris tel quel dans le corps du rapport spécifique et servi au minimum.

Dans un cas sur trois, une ligne de commentaire est ajoutée pour préciser le nom de la procédure en place au 31 octobre 2007 et, le cas échéant, la nature de la modification ou de la nouvelle procédure attendue à partir du 1^{er} novembre 2007.

Dans un cas sur 10, la cartographie apparaît complète, explicite et adaptée à la taille, à l'organisation et à l'activité du PSI.

Dans moins d'un cas sur vingt, la cartographie des situations potentielles de conflit d'intérêts est assortie d'une évaluation du niveau de risque de conflit d'intérêts préjudiciable au client. Quatre niveaux de risque sont généralement exprimés : 0-nul, 1-faible, 2-moyen et 3-fort.

- Finalement, les RCCI et les RCSI ne relèvent qu'un petit nombre de situations de conflit d'intérêts possibles, lesquelles comportent des risques qui dans leur majorité sont jugés de niveau faible.
- Les situations potentielles de conflits d'intérêts les plus souvent détectées et identifiées en 2007 dans les rapports spécifiques concernent :
 - lors du service de réception et de transmission d'ordres, la possible discrimination entre :
 - . les opérations pour compte propre du PSI et de ses salariés, ou celles d'autres sociétés de gestion du groupe, avec celles réalisées par le client ;
 - . les opérations de même nature réalisées par des clients différents.
 - lors du conseil en investissement, la possible promotion d'un produit inadapté aux besoins d'un client mais avantageux pour le PSI, ou d'un produit complexe et à forte marge, ou encore des seuls produits maison ;
 - lors du service connexe de conseil aux entreprises en matière de structure de capital et de stratégie industrielle, la possible exécution simultanée de mandats contradictoires ou en opposition ;
 - lors du service connexe de recherche en investissements et d'analyse financière, un possible défaut d'indépendance de jugement par rapport aux activités de banque d'investissement du groupe ou au profit des activités pour compte propre (*trading*) et de vente institutionnelle.

Toutes ces situations potentielles sont présentées comme étant structurelles, comme étant celles que doit gérer -au mieux des intérêts de ses clients- la banque « présente simultanément en haut (capitaux permanents) et en bas (crédits) de bilan d'une même société ». Cet exemple répété dans des dizaines de rapports illustre selon les RCSI l'impossible élimination et donc l'irréelle absence des conflits d'intérêts.

- Une particularité est à mentionner qui semble distinguer les sociétés de gestion de capital risque des autres sociétés de gestion. Plus de la moitié des SGP de capital risque recensent au moins trois situations potentielles de conflit d'intérêts non couvertes ou insuffisamment couvertes avant le 1^{er} novembre 2007, qui sont :
 - le possible conflit d'intérêts né de transactions personnelles ;
 - le possible conflit d'intérêts résultant de la détention d'un intérêt chez un fournisseur potentiel ;
 - le possible conflit d'intérêts provoqué par des dons, cadeaux et gratifications reçus ou offerts.

Des 901 rapports spécifiques étudiés, on compte sur les doigts des deux mains ceux qui reconnaissent aux diligences « pré-MIF » demandées par le régulateur le mérite d'avoir permis de détecter, recenser puis cartographier des risques potentiels de conflits d'intérêts jusque-là ignorés, inconnus ou considérés à tort comme nuls.

1.3.3 Les difficultés et les limites de l'exercice de cartographie des situations de conflits d'intérêts

Les rapports spécifiques 2007 font état de deux types de difficultés et de limites.

- Les difficultés tiennent au choix de la méthode d'établissement et au choix de la forme de la cartographie.

Quant à la méthode d'établissement

Dans les groupes, le point de savoir s'il convenait ou non de centraliser le processus d'établissement de la cartographie des conflits d'intérêts semble avoir été longuement débattu.

La question s'est posée autant pour tenir compte de la taille, de l'importance et de la complexité de l'activité que de l'existence des murailles de Chine, lesquelles visent, comme on le sait, à réguler au sein d'un groupe la circulation de l'information privilégiée ou « commercialement sensible ».

Le choix effectué dans de très nombreux groupes est que :

- la méthode de détection, de recensement et de cartographie des conflits d'intérêts est conçue, mise au point et diffusée par et depuis la maison mère, l'organe central ou fédérateur ;
- l'exécution de la cartographie est décentralisée non seulement dans les filiales mais aussi dans les branches d'activité ou lignes de métier bénéficiant ou non d'une personnalité morale distincte ;
- la coordination et l'homogénéisation des travaux de cartographie se réalisent par « remontée » des degrés hiérarchiques jusqu'à la tête de la personne morale, filiale ou maison mère.

Quant à la forme de la cartographie

- Le règlement général de l'AMF impose non seulement un inventaire théorique-type des situations potentielles de conflit d'intérêts⁵, mais encore un registre des « types de services d'investissement (...) pour lesquels un conflit d'intérêts (...) s'est produit ou, dans le cas d'un service ou d'une activité en cours, est susceptible de se produire⁶ ».

Consignant ces types de services d'investissement, le registre n'a pas pour objet premier d'enregistrer les seuls conflits d'intérêts avérés.

L'opinion partagée par plus d'un RCSI est qu'il convient alors « d'effectuer une seule et même cartographie qui servirait de registre afin d'être plus efficace, la tenue du registre étant de fait la mise à jour de la cartographie initiale. »

Or, les textes exigent l'établissement des deux formes.

La sagesse est sans doute de prendre le temps d'observer l'usage qui est fait de ces deux documents, avant d'imaginer une application unilatéralement « corrigée » des textes qui serait aujourd'hui fautive.

- Certains rapports dressent deux cartographies dans le même cadre.

⁵ Article 313-21 du RGAMF

⁶ Article 313-22 du RGAMF

Les situations de conflit d'intérêts potentiels, sans être infinies, sont très nombreuses, une société de gestion de portefeuille en recense 45, un groupe multi capacitaire jusqu'à 57. D'où la suggestion de cette même SGP de concentrer ses conclusions non sur les conflits d'intérêts potentiels mais sur le nombre et la nature des conflits d'intérêts potentiels *résiduels*, c'est-à-dire après évaluation du dispositif de prévention déjà en place.

En l'espèce, il s'agit pour le RCCI de cette société de gestion d'agir en priorité sur les dispositifs qui restent incomplets, les procédures encore inexistantes, ou de faire évoluer le règlement intérieur. Les deux principales sources de conflits d'intérêts résiduels sont alors :

- les risques d'influence inappropriée, notamment concernant la gestion pour compte de tiers ;
- les transactions personnelles des collaborateurs concernés, ceux en particulier qui interviennent en qualités sur les marchés.

Cette approche des conflits d'intérêts potentiels résiduels pourrait être opportunément adoptée par tous les prestataires de services d'investissement.

- Les limites de l'exercice de cartographie

Pour justifier l'importance de « l'investissement cartographique », les rapports soulignent à juste raison que le produit final, c'est-à-dire la cartographie des situations de conflit d'intérêts, doit rester en permanence didactique et propédeutique pour les « opérationnels » des entreprises d'investissement.

Aussi, est-il impératif que la cartographie soit régulièrement mise à jour et fasse l'objet de contrôles périodiques.

Il est également essentiel, pour une large majorité de RCSI et de RCCI, qu'une fois identifiés, les conflits d'intérêts soient prévenus et gérés à partir d'un dispositif reposant autant sur une organisation des métiers et des fonctions au sein du PSI que sur l'établissement de procédures.

2 - Obligations d'établissement et de maintien d'une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts

Les travaux menés par les RCCI et les RCSI concernant ce deuxième sous-ensemble d'obligations font l'objet d'un compte rendu de qualité dans la majorité des rapports spécifiques 2007.

Cette qualité est mesurée au regard de quatre éléments constitutifs :

- la définition des grandes lignes de la politique de gestion des conflits d'intérêts ;
- la mise en place de la politique de gestion des conflits d'intérêts ;
- la formalisation de la politique de gestion des conflits d'intérêts ;
- l'adaptation de la politique de gestion des conflits d'intérêts à la taille et à l'organisation de la société, ainsi qu'à l'importance et à la complexité de son activité.

L'objet, la forme et le contenu de cette double obligation d'établissement et de maintien d'une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts sont définis à l'article 22 de la directive d'application dont les dispositions sont transposées dans les articles 313-20 et 313-21 du règlement général de l'AMF.

2.1 Formalisation de la politique de gestion des conflits d'intérêts

Pour être opérationnelle et efficace, la politique de gestion des conflits d'intérêts d'un prestataire de services d'investissement doit être, notamment, à la fois formalisée par écrit pour être portée à la connaissance de la clientèle et appropriée à sa taille, à son organisation, ainsi qu'à la nature, l'importance et la complexité de son activité.

2.1.1 La politique de gestion des conflits d'intérêts doit être fixée par écrit et appropriée

Le premier alinéa de l'article 313-20 du règlement général de l'AMF dispose :

« Le prestataire de services d'investissement établit et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts qui doit être fixée par écrit et être appropriée au regard de sa taille, de son organisation, de la nature, (Arrêté du 5 août 2008) « de l'importance » et de la complexité de son activité. »

En application de ce premier alinéa, les prestataires ont donc rédigé sur leur papier à en-tête un document général présentant les grandes lignes de leur « Politique de gestion des conflits d'intérêts » sous la forme d'une déclaration.

Disponible au plus tard le 1^{er} novembre 2007 sur le site internet du PSI ou sur support papier à première demande, ce document est adressé à tous les clients, souvent en même temps que le courrier de « catégorisation de la clientèle », bien que l'article 314-32 8° du RGAMF ne le rende obligatoire que pour les clients non professionnels.

Résumé pour les clients personnes physiques, ce document est fréquemment réclamé par les clients professionnels. Certains groupes ont donc fait le choix de l'adresser systématiquement à tous leurs clients.

Le texte intégral de la déclaration de « Politique de gestion des conflits d'intérêts » du PSI est généralement incorporé au rapport spécifique ou annexé.

Reprenant ou venant s'ajouter aux « nombreuses règles existant déjà » dans les « manuels », « codes », « règlements », « règlements intérieurs déontologiques » ou autres « chartes de déontologie », cette « déclaration de politique de gestion » a exigé des prestataires un travail d'homogénéisation et d'actualisation qualifié de « non négligeable », au point quelquefois, de provoquer *in fine* une refonte complète desdits codes de déontologie.

Texte essentiel à la bonne information réglementaire de la clientèle, la déclaration de politique de gestion des conflits d'intérêts est aussi un document de référence pour le personnel, « déjà sensibilisé à la problématique des conflits d'intérêts » et formé à leur prévention ou à leur prise en charge, quand ils ne peuvent être complètement supprimés.

Il est fréquent que ce texte définissant les grandes lignes de la politique de gestion des conflits d'intérêts soit incorporé au code de déontologie qui est lui-même une annexe du règlement intérieur. Ou bien encore ce texte est formellement porté à la connaissance des collaborateurs du PSI, qui doivent en accuser réception, l'approuver et s'engager solennellement à l'appliquer et le faire respecter⁷.

⁷ La communication au personnel peut être directe, comme celle-ci : « Afin que nul n'en ignore, le présent « Rapport thématique portant sur les conflits d'intérêts-Octobre 2007 » sera annexé au règlement intérieur et signé par tous les salariés de la société de gestion ».

« Une sensibilisation plus régulière à faire auprès de l'ensemble du personnel » à partir d'actions de formation généralisées adéquates, est un thème et un objectif de plein consensus repris par les prestataires de services d'investissement dans la description des moyens nouveaux mis en œuvre pour mieux gérer les conflits d'intérêts.

Au moins un PSI sur deux affirme « appropriée au regard de sa taille, de son organisation, de la nature, (Arrêté du 5 août 2008) « de l'importance » et de la complexité de son activité » sa politique de gestion des conflits d'intérêts, sans argumentation particulière.

2.1.2 La politique de gestion des conflits d'intérêts au sein d'un groupe

Le deuxième alinéa de l'article 313-20 ajoute :

« Lorsque le prestataire de services d'investissement appartient à un groupe, la politique de gestion des conflits d'intérêts doit également prendre en compte les circonstances, qui sont connues ou devraient être connues par le prestataire, susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts résultant de la structure et des activités professionnelles des autres membres du groupe. »

Les rapports spécifiques des prestataires appartenant à un groupe témoignent d'une particulière attention à bien identifier, prévenir et éventuellement gérer les risques de conflits d'intérêts intra groupe.

Pour illustration, les développements des RCCI et RCSI portent principalement sur les mesures dites organisationnelles de séparation des tâches et des fonctions.

Les barrières d'information ou « murailles de Chine » permettent, au-delà de la séparation physique des différentes activités qui n'a de sens qu'à partir d'un certain nombre de personnes concernées, de cloisonner et contrôler la circulation des informations privilégiées.

2.2 Contenu type des déclarations de politique de gestion des conflits d'intérêts

- Les déclarations de politique de gestion des conflits d'intérêts sont rédigées en termes généraux, reprenant ceux des directives européennes et du règlement général de l'AMF.
- les déclarations reproduites dans les rapports rappellent d'abord que des règles existaient, nombreuses, contraignantes et efficaces avant le 1^{er} novembre 2007 pour promouvoir au mieux les intérêts du client et l'intégrité du marché, priorités permanentes déclarées de tout PSI et de ses salariés.

La valeur ajoutée reconnue à la directive MIF est notamment de les actualiser et de les renforcer par une exigence de formalisation.

- Conformément à l'article 313-21 du RGAMF, le corps de la déclaration met l'accent sur quatre grandes lignes :
 - a- l'identification des situations de conflits d'intérêts « comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs clients. » ;
 - b- « les procédures à suivre et les mesures à prendre en vue de gérer ces conflits » ; afin que les personnes concernées engagées dans les activités impliquant le conflit puissent agir « avec un degré d'indépendance approprié (...) ».

Dans un souci légitime d'explicitier, c'est-à-dire, en l'espèce, de décrire en français courant, les procédures et les mesures de gestion mises en place, les rédacteurs ont dû prendre le risque de paraphraser tout ou partie des six procédures et mesures suivantes désignées en II de l'article 313-21 du RGAMF :

- « 1° Des procédures efficaces en vue d'interdire ou de contrôler **les échanges d'informations** entre les personnes concernées exerçant 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 ;
- 2° Une **surveillance séparée des personnes concernées** dont les principales fonctions consistent à exercer des activités pour le compte de certains clients ou à leur fournir des services lorsque les intérêts de ces clients peuvent entrer en conflit, ou lorsque ces personnes concernées représentent des intérêts différents, y compris ceux du prestataire, pouvant entrer en conflit ;
- 3° 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 ;
- 4° Des mesures visant à interdire ou à limiter l'exercice par toute personne d'une **influence inappropriée** sur la façon dont une personne concernée exerce ses activités ;
- 5° Des mesures visant à interdire ou à contrôler la **participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée** à plusieurs services d'investissement ou connexes ou autres activités lorsqu'une telle participation est susceptible de nuire à la gestion adéquate des conflits d'intérêts ;
- 6° Des mesures permettant de s'assurer qu'une personne concernée d'une société de gestion de portefeuille ne peut qu'en cette qualité et pour le compte de celle-ci **fournir des prestations de conseil rémunérées** à des sociétés dont les titres sont détenus dans les OPCVM gérés ou dont l'acquisition est projetée, que le paiement de ces prestations soit dû par la société concernée ou par l'OPCVM géré.

Si l'adoption ou la mise en œuvre concrète d'une ou plusieurs de ces mesures et procédures ne permet pas d'assurer **le degré d'indépendance requis**, le prestataire de services d'investissement doit prendre toutes les mesures et procédures supplémentaires ou de substitution qui sont nécessaires et appropriées à cette fin. »

- c - les moyens d'information du client, afin qu'il puisse prendre sa décision en toute connaissance de cause quand les conflits d'intérêts ne peuvent être évités ou résolus équitablement par le prestataire.
- d - L'enregistrement et la conservation des services ou des activités qui ont donné lieu à un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable à un ou plusieurs clients, conformément à l'article 313-22 du RGAMF.

2.3 Contenu des politiques de prévention et de gestion des conflits d'intérêts

Pour connaître les procédures et les mesures de prévention et de gestion concrètes existant au 31 octobre 2007 ou mises en place à partir du 1^{er} novembre 2007, il faut se reporter aux différents commentaires, qui sont annexés dans un rapport spécifique sur trois aux travaux d'identification et de cartographie des situations de conflits d'intérêts.

Ces commentaires sont rassemblés et résumés ci-après en suivant l'ordre d'exposition du II de l'article 313-21 du RGAMF.

2.3.1 Interdiction ou contrôle des échanges d'information

- « Les procédures à suivre et les mesures à prendre en vue de gérer les conflits » nés de l'accès à l'information privilégiée sont connues sous l'appellation générique commune de « murailles de Chine ».

Les murailles de Chine sont des barrières physiques, procédurales ou informatiques permettant de cloisonner l'information et d'encadrer la circulation des informations privilégiées, tant à l'intérieur et à l'extérieur d'un groupe qu'au sein des différentes activités d'une même entreprise « indépendante ».

Les murailles de Chine impliquent une organisation assurant une stricte séparation des tâches et des fonctions, et en particulier l'autonomie des activités potentiellement conflictuelles.

Comme on le verra dans la 5^{ème} partie de la présente note, les PSI qui produisent et diffusent des travaux de recherche en investissements sont bien informés des obligations organisationnelles supplémentaires qui leur incombent pour prévenir la prévalence des conflits d'intérêts.

Les rapports spécifiques 2007 citent, parmi les procédures et mesures existantes, les dispositions des codes de déontologie qui rappellent les principes généraux de la primauté de l'intérêt des clients, du traitement équitable des clients, du secret professionnel, de l'obligation de confidentialité, de l'interdiction d'utilisation et de diffusion des informations privilégiées.

De plus, les codes de déontologie prévoient en général :

- l'existence de listes de titres interdits aux personnes concernées ou sensibles (« définition d'un univers d'investissement » par nature variable dans le temps) ;
 - la déclaration systématique au RCCI ou RCSI des transactions personnelles⁸ telles que définies et autorisées aux articles 313-9, 313-10, 313-11 et 313-12 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;
 - une procédure interdisant certains contacts et certains postes (administrateur, membre de conseil de surveillance) pendant une opération financière (introduction en bourse d'une participation, par exemple).
- La surveillance des procédures et mesures relatives aux échanges d'information relèvent chez les PSI membres de grands groupes de la compétence d'une « unité », « cellule », ou « *Control Room* » dédiée, réunissant des collaborateurs issus des directions du contrôle permanent et de la conformité (*Risk & Compliance Department*).

⁸ Plusieurs rapports spécifiques 2007 soulignent la difficulté pour un PSI de faire respecter, sans porter atteinte à la vie privée des individus, la définition élargie de la transaction personnelle donnée par l'article 313-9 du RGAMF, et « d'être informé sans délai de toute transaction personnelle réalisée par une personne concernée » (article 313-11 2° du RGAMF).

Ces unités spéciales ne sont pas cantonnées à la surveillance des échanges d'information et des accès à l'information privilégiée, que ces derniers soient permanents ou exceptionnels après autorisation de franchissement des murailles de Chine.

Elles ont pour mission de suivre toutes les activités au regard des règles, notamment internes, de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

Leurs fonctions couvrent ainsi la surveillance (*monitoring*) et le compte rendu (*reporting*) des transactions, les déclarations de franchissement de seuil, la gestion des listes de surveillance et d'interdiction, la revue des notes d'analyse financière, l'approbation des transactions personnelles et des engagements extérieurs des collaborateurs, des cadeaux et avantages, la gestion des cartes professionnelles et la formation.

2.3.2 Surveillance séparée des personnes concernées

- Les personnes concernées⁹ ici sont celles qui exercent des fonctions et métiers différents à intérêts divergents, soit du fait d'un mandat de dirigeant ou d'administrateur dans des entreprises différentes, soit en raison d'un rattachement hiérarchique unique d'activités structurellement conflictuelles par nature et par construction, les activités de marché et de conseil, par exemple.

Outre le risque général de mauvaise gestion, la crainte est que ces personnes privilégient tel client ou tel OPCVM au détriment des autres, ou l'intérêt de la société de gestion au détriment des clients, par exemple quand les opérations pour compte propre de cette dernière ou celles de ses collaborateurs viennent concurrencer celles des clients, leur causant un préjudice du fait des mouvements de cours provoqués.

- Les principes généraux en jeu sont, dans ces hypothèses : le principe de primauté de l'intérêt de la clientèle, le principe de séparation des métiers et des fonctions, et celui de l'indépendance des contrôles, principes mis en exergue dans les codes de déontologie et assurément antérieurs à la directive MIF.

Les procédures existantes concernent, par exemple, la passation des ordres et les arbitrages entre portefeuilles, la définition des univers d'investissement, le contrôle des opérations pour compte propre et des transactions personnelles des personnes concernées, la déclaration des fonctions et mandats exercés à l'extérieur.

2.3.3 Rémunération des personnes concernées

- A l'origine, il y a l'opinion que la nature, le mode de calcul et le montant de la rémunération versée à une personne physique peuvent être une cause directe de conflit d'intérêts et plus encore, une incitation à une conduite inappropriée.
- Aussi les politiques de rémunération des personnes concernées, résumées dans les codes de déontologie comportent-elles de nombreuses interdictions :
 - interdiction de tout lien direct entre les rémunérations des personnes exerçant des activités séparées dans des entreprises distinctes ou dans la même société d'un même groupe, lorsqu'un conflit d'intérêts est en relation probable avec ces activités ;

⁹ Au sens de l'article 312.2 II du RGAMF. Voir également le § 1.2.2 ci-dessus page 8.

- interdiction des rémunérations variables, « à l'acte » ou proportionnelles à des volumes de transactions ou d'encours, à des produits ou services spécifiques, uniques et/ou sélectionnés pour leur seule marge (même s'ils ne correspondent ni à la demande, ni aux besoins ni à la compréhension du client), à des performances individuelles, partielles, ponctuelles, sectorielles ou temporaires ;
- interdiction des rémunérations individualisées et personnelles pour des prestations de services fournies à qualité de l'entreprise de rattachement à des sociétés détenues ou liées.

En conséquence, l'on constate qu'est réaffirmé dans la partie « Politique de rémunération » des codes de déontologie, à destination de tous les salariés « concernés » ou non, le principe de variabilité à raison de la seule performance globale et collective de l'entreprise d'investissement de rattachement.

En tout état de cause, l'AMF considère que toute politique de rémunération individuelle variable des commerciaux, assise sur des critères purement quantitatifs, à l'exclusion de critères d'ordre déontologique est à proscrire,

2.3.4 Influence inappropriée

L'influence inappropriée sur la façon dont une personne concernée exerce ses activités peut prendre plusieurs formes.

Celles que les rapports spécifiques 2007 mettent en avant résultent :

- de cadeaux et avantages reçus¹⁰ ;
- de liens privilégiés : amicaux, familiaux, professionnels ;
- d'une dépendance capitalistique ;
- de liens d'affaires avec, par exemple, les déposataires, valorisateurs, comptables, apporteurs d'affaires, distributeurs, commissaires aux comptes, RCCI ou RCSI par délégation, etc.

Les mesures visant à interdire ou limiter les causes et/ou les manifestations d'une influence inappropriée relèvent de deux genres distincts à l'efficacité relative.

D'abord, elles s'inscrivent dans le rappel par les codes de déontologie des grands principes généraux tirés du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et des codes de bonne conduite professionnelle.

Les grands principes sont ceux de l'autonomie de gestion et du degré d'indépendance nécessaire et suffisant, du respect de la primauté de l'intérêt des clients et de leur égalité de traitement, de la séparation des fonctions et métiers, et de la confidentialité.

Ensuite, elles découlent des procédures mises en place régissant :

- la sélection des intermédiaires et des tiers ;
- la passation des ordres : horodatage, ordres groupés, pré-affectation des ordres, ordres de blocs, ordres répondus partiellement, arbitrage entre comptes ;
- le suivi de la performance des mandats de gestion ;
- la définition d'un univers d'investissement qui précise les titres autorisés ;
- les conditions d'utilisation d'une information privilégiée ;
- la politique d'exercice des droits de vote ;
- la déclaration des opérations suspectes.

10 Les exemples abondent sur la réglementation interne aux PSI « de tout ce qui crée, à son détriment, un lien d'obligé à obligé » par sa nature, sa valeur et sa répétition : interdiction pure et simple des cadeaux et avantages de toute nature qui éventuellement reçus sont retournés immédiatement à l'expéditeur ; déclaration obligatoire au RCSI ou au RCCI de tout cadeau ou avantage, ou bien de tout cadeau ou avantage d'une valeur supérieure à 30, 50, 80, 100, 150, 200, 300 500 euros (un seul cas) avec une moyenne à 100 euros ; ou bien encore de tout cadeau et avantage d'une « valeur significative ».

Comme cela a déjà été noté, les RCCI et les RCSI insistent pour rappeler dans leur rapport que tous ces principes et toutes ces procédures sont antérieurs à l'application de la directive MIF que cette dernière « n'a contraint qu'à une plus large formalisation ».

2.3.5 Participation simultanée ou consécutive à plusieurs services d'investissement

- Selon le règlement général de l'AMF¹¹, la participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée à plusieurs services ou activités, que les PSI doivent interdire ou contrôler, est celle qui est « susceptible de nuire à la gestion adéquate des conflits d'intérêts ».
- En raison de la grande similitude des situations identifiées et des mesures préconisées, les rapports spécifiques 2007 rendent compte à la fois, sous le § 2.3.2 intitulé « Surveillance séparée des personnes concernées » de l'examen de cette participation simultanée ou consécutive à plusieurs activités et de l'exercice concomitant de fonctions et métiers à intérêts divergents.

2.3.6 Fourniture de prestations de conseil rémunérées

- Les personnes concernées d'une société de gestion ne peuvent qu'en cette qualité et pour le compte de cette dernière fournir des conseils rémunérés à des sociétés dont les titres sont ou vont être détenus dans un portefeuille géré.

Comme on le verra dans la sixième et dernière partie de la présente note, cette limitation de l'alinéa 2^{ème} de l'ancien article 322-48 du RGAMF fait partie des obligations particulières applicables à la gestion pour prévenir et résoudre les situations de conflit d'intérêts.

- Les mesures de restriction résultent directement de procédures de gestion interdisant purement et simplement dans les sociétés de gestion les prestations de conseil données à titre personnel et rémunérées comme telles à des sociétés dont les titres sont ou vont être en portefeuille.

3 - Obligation de tenue d'un registre des services ou des activités donnant lieu à un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable

L'obligation de tenue de ce registre ne semble pas avoir retenu la complète attention des prestataires de services d'investissement.

Plus d'une société de gestion sur quatre (26%) ne lui consacre aucune ligne dans son rapport spécifique ; 13% des autres prestataires ont la même attitude.

Cette lacune, par oubli sans doute, ne signifie certes pas que le registre prévu n'existe pas ou n'existera pas, mais le régulateur aurait souhaité de tous les rapports spécifiques 2007 une information simple sur le bon respect d'une obligation simple.

¹¹ Article 313-21 II 5° du RGAMF

3.1 Source, nature juridique et objet de l'obligation

L'enregistrement des services ou des activités donnant lieu à un conflit d'intérêts potentiellement préjudiciable est une obligation inscrite à l'article 23 de la directive d'application, transposée dans l'article 313-22 du règlement général de l'AMF :

« Le prestataire de services d'investissement tient et met à jour régulièrement un registre consignait les types de services d'investissement ou de services connexes, ou les autres activités exercés par lui ou pour son compte pour lesquels un conflit d'intérêts comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs de ses clients s'est produit ou, dans le cas d'un service ou d'une activité en cours, est susceptible de se produire. »

3.2 Forme du registre, mise à jour, contrôle, conservation

Les rapports qui n'omettent pas de rendre compte des travaux relatifs à cette obligation montrent que l'ouverture, la tenue et la mise à jour régulière de ce registre ne présentent pas de difficultés techniques particulières.

De nombreux modèles de « registre des conflits d'intérêts » sont annexés qui portent tous, successivement :

- le nom de l'entité et du service qui émettent la déclaration, avec date et références ;
- la date et le type de transaction ;
- la nature du conflit d'intérêts, potentiel ou existant ;
- l'identité des parties impliquées dans l'entité et le groupe, le cas échéant ;
- les mesures prises, de prévention, d'information de la clientèle, etc. ;
- la signature du responsable de la conformité.

La pratique qu'annoncent les RCSI et les RCCI est :

- un registre par entité : ligne de métier, filiale, branche d'activité ;
- plus un registre par maison mère ;
- et enfin un registre par groupe.

L'objectif est évidemment de permettre « par remontée », comme disent les rapporteurs, une connaissance documentée et globale « en temps réel » des services et des activités génératrices de conflits d'intérêts potentiellement préjudiciables, quelles que soient la taille et la complexité de la structure du prestataire.

Dans le cas d'un groupe à activités multiples domiciliées dans plusieurs états, la filiation des registres ajoute au « registre intra groupe France » un registre « intra groupe monde ».

La mise à jour de ce registre est permanente, à chaque nouvelle déclaration.

Le contrôle effectué est à la fois celui de la hiérarchie et celui du/des responsables de la conformité.

Le registre est présenté, avant même son ouverture, comme une bonne « piste d'audit ». Les conclusions des prochains contrôles valideront ou infirmeront cet *a priori* souvent affirmé.

La localisation et la conservation du registre, ne peuvent être réalisées qu'en un lieu adapté et sécurisé.

En effet, les informations reportées dans le registre, qui peuvent le cas échéant être qualifiées de privilégiées et/ou confidentielles, doivent bénéficier de la protection nécessaire et suffisante d'une « muraille de Chine ».

Dans beaucoup de rapports spécifiques 2007, le registre est ou sera ouvert au 1^{er} novembre 2007 « sur un support durable ». Sauf à conserver à cette expression son sens étymologique, il y a risque de confusion avec le support durable défini à l'article 314-26 du RGAMF, lequel est un support de communication de l'information **au client**, support auquel ce dernier peut se « reporter aisément. »

3.3 Cartographie et registre

3.3.1 Cartographie et registre font-ils double emploi ?

Pour la très grande majorité des rapports spécifiques 2007, la réponse à cette question est non.

Les rédacteurs expriment dans le compte rendu de leurs travaux une compréhension directe et simple des textes réglementaires : le registre prévu à l'article 23 de la directive d'application et à l'article 313-22 du RGAMF « enregistre » tous les conflits d'intérêts qui se sont produits ou vont se produire, portant préjudice à un ou plusieurs clients.

Quant à la cartographie qui résulte de l'obligation de détecter et de recenser les situations de conflits d'intérêts potentiels, c'est un exercice et un document *en amont* du registre avec lequel elle ne saurait se confondre.

Que le registre soit la source et le support de la mise à jour de la cartographie est un constat dressé par un très petit nombre de responsables de la conformité.¹²

3.3.2 Recommandation de l'AMF

L'opinion déjà exprimée est que, les textes imposant deux formes distinctes, il convient de s'y conformer. A l'usage, le régulateur peut toujours affiner les modalités pratiques d'une obligation.

A l'occasion des contrôles qu'elle effectuera chez les prestataires concernés, l'Autorité des marchés financiers s'attachera à s'assurer de la mise en oeuvre des dispositifs annoncés et décrits dans les rapports spécifiques, à la lumière, notamment, des articles 318-18 à 313-22 du règlement général transposant la directive MIF.

4 - Obligation d'information des clients en cas de conflits d'intérêts non résolus

Quasiment toutes les sociétés de gestion de portefeuille (95%) et un grand nombre (86%) de PSI non sociétés de gestion traitent de l'application de cette obligation dans leur rapport spécifique.

La qualité de l'information fournie dans le compte rendu est jugée insuffisante pour les sociétés de gestion de portefeuille et moyenne pour les autres PSI.

¹² Cf ci-dessus § 1.3.3 Difficultés et limites de l'exercice de cartographie des situations de conflits d'intérêts

4.1 Sources juridiques et nature de l'obligation d'information des clients

Les sources juridiques sont : le code monétaire et financier et le règlement général de l'AMF.

- Le code monétaire et financier

Les prestataires de services d'investissement doivent selon le 3 de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier « *Prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients. (...). Lorsque ces mesures ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, le prestataire informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale ou de la source de ces conflits d'intérêts ;* »

- Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers

Selon l'article 313-23, « *L'information communiquée aux clients en application du 3 de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier est fournie sur un support durable. Elle est suffisamment détaillée, eu égard aux caractéristiques du client afin que celui-ci puisse prendre une décision en connaissance de cause.* »

4.2 Nature de l'obligation d'information du client

La majorité des rapports spécifiques s'applique à incorporer les dispositions des deux textes rappelés ci-dessus dans leurs codes déontologiques et manuels de procédure, ainsi que dans les documents d'information générale à destination de la clientèle, au premier rang desquels se trouve la déclaration de « Politique de gestion des conflits d'intérêts ».

L'incorporation se réalise, dans la plupart des cas, par la reproduction pure et simple des textes dans leur rédaction et terminologie originelles.

Il est rappelé que l'information du client est :

- obligatoire pour le PSI lorsque les mesures prises « ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité » (article L. 533-10 du code monétaire et financier) ;
- préalable à la fourniture de services d'investissement ou de services connexes ;
- communiquée sous une forme détaillée, claire et adaptée à la compréhension présumée du client lui permettant une prise de décision en toute connaissance de cause ;
- fournie sur un support durable tel que défini à l'article 314-26 du RGAMF¹³.

4.3 Gestion de l'obligation d'information des clients

Quelques rapports spécifiques 2007 affirment que les situations de conflit d'intérêts sont certes impossibles à éliminer intégralement mais que l'organisation et les procédures en place (ou qui le seront au plus tard le 1^{er} novembre 2007) réduisent le risque d'atteinte finale aux intérêts du client à l'infiniment petit.

¹³ Article 314-26 du RGAMF

Un support durable est tout instrument permettant à un client de stocker des informations qui lui sont adressées personnellement d'une manière permettant de s'y reporter aisément à l'avenir pendant un laps de temps adapté aux fins auxquelles les informations sont destinées et qui permet la reproduction à l'identique des informations stockées.

Le support durable peut revêtir une forme autre que la forme papier à la condition que :

1° La fourniture de l'information sur ce support soit adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre le prestataire de services d'investissement et le client ;

2° La personne à laquelle l'information doit être fournie, après que le choix lui a été proposé entre la fourniture de l'information sur papier ou cet autre support durable, opte formellement pour la fourniture de l'information sur cet autre support.

Les rapports spécifiques moins certains de leurs affirmations sont unanimes à résumer la seule gestion possible comme suit :

- Avant d'informer le client de l'atteinte probable à ses intérêts provoquée par un conflit d'intérêts réalisé ou en cours, le PSI doit s'assurer que toutes les diligences ont été effectuées et tous les moyens utilisés pour réduire le conflit et en supprimer les conséquences préjudiciables ;
- Complètement informé, le client confirme ou annule ses instructions ;
- Si le client confirme ses instructions, malgré une atteinte certaine à ses intérêts, le PSI se réserve le droit d'en refuser l'exécution.

4.4 Les difficultés rencontrées

Les difficultés rapportées peuvent se résumer principalement à des problèmes d'ordre sémantique sur ce qui est ou n'est pas « raisonnable ».

Les RCCI et RCSI s'interrogent sur la compréhension minimale qu'ils doivent avoir des expressions :

- « garantir avec une certitude raisonnable » ;
- « prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts des clients » ;
- « information suffisamment détaillée (fournie au client) » ;
- « décision en connaissance de cause d'un client » : quand, comment ?

5 - Obligations organisationnelles supplémentaires exigibles en cas de production et de diffusion de travaux de recherche en investissement

Les prestataires de services d'investissement qui déclarent dans leurs rapports spécifiques exercer en 2007 une activité de recherche en investissement sont minoritaires, même ceux qui ne sont pas société de gestion de portefeuille.

98% des sociétés de gestion de portefeuille et 63% des autres PSI ne déclarent aucune recherche en investissement¹⁴.

Leur rapport mentionne alors simplement : « Nous ne sommes pas concernés par ce point » ou dans le cas d'un groupe, par exemple, : « Nous n'avons pas d'activité d'analyse financière. L'activité de recherche est assurée par la succursale de Paris de notre maison mère britannique, laquelle succursale est strictement séparée de nos propres activités en France. »

Quand un rapport spécifique traite de cette question, le compte rendu des travaux menés est jugé satisfaisant.

Le prestataire présente d'abord les caractéristiques de la recherche en investissement qu'il produit et diffuse auprès du public ou des clients avant de décrire les mesures mises en œuvre et les « arrangements conçus¹⁵ » pour assurer que « les responsabilités et intérêts professionnels », ainsi que les transactions personnelles des analystes financiers n'entrent pas en conflit avec les intérêts des destinataires finals de la recherche diffusée.

¹⁴ La présente note a considéré que le silence d'un rapport spécifique sur ce point valait déclaration tacite de « non activité de recherche en investissement ».

¹⁵ Article 25.2 de la directive d'application.

5.1 Définition de la recherche en investissement et de l'information publicitaire

Il est observé que les PSI qui n'exercent pas d'activité de recherche en investissement diffusent néanmoins des informations de nature financière, sans toujours en préciser la qualification juridique exacte.

Il convient donc de rappeler les définitions respectives de la recherche en investissement et de l'information publicitaire avant de décrire les obligations réglementaires attachées à chacune d'elles.

5.1.1 La recherche en investissement dite aussi analyse financière

L'article L. 544-1 du code monétaire et financier définissant la recherche en investissements, également dénommée « analyse financière ».

« (...) on entend par « **recherche en investissement** » ou « **analyse financière** », « des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public et pour lesquels les conditions suivantes sont remplies :

1° Ces travaux ou informations sont désignés ou décrits par l'expression : "recherche en investissements" ou : "analyse financière", ou sont autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation ;

2° Ils ne sont pas assimilables à la fourniture de conseils en investissement ;

3° Ils sont effectués conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. »

5.1.2 Recommandation d'investissement

L'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier dispose qu'il convient d'entendre par « recommandation d'investissement », « toute étude, information ou opinion, produite dans un cadre professionnel et destinée à être rendue publique, recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement (...) ». »

5.1.3 Analyse financière et communication à caractère promotionnel

De plus, l'article 313-25 du règlement général de l'AMF dispose qu'il existe deux types de recommandations d'investissement « à caractère général » diffusées par un PSI : l'analyse financière dite encore « recherche en investissement » d'une part, et « la communication à caractère promotionnel » d'autre part.

L'on remarquera que l'article 24.2 de la directive d'application dénomme « information publicitaire » cette communication à caractère promotionnel.

« Lorsqu'elle est diffusée par un prestataire de services d'investissement, une recommandation d'investissement au sens du 1 de l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier, ci-après dénommée « recommandation d'investissement à caractère général », constitue :

1° Soit une analyse financière ou une recherche en investissement lorsqu'elle est conforme à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier ci-après dénommée « analyse financière », soumise aux dispositions des articles 313-26 et 313-27 ;

2° Soit, dans les autres cas, une communication à caractère promotionnel soumise aux dispositions de l'article 313-28.

5.1.4 Conditions de forme de la communication à caractère promotionnel

Enfin, l'article 313-28 exige que la communication à caractère promotionnel réponde aux deux conditions de forme suivantes :

« (...) :

1° Elle est **clairement identifiée** comme telle ;

2° Elle contient un **avertissement** indiquant clairement qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et que le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Dans le cas d'une communication orale, elle est accompagnée d'un avertissement similaire. »

5.1.5 Observations de l'AMF

Les PSI clairement identifiés comme producteurs et diffuseurs de travaux de recherche en investissement connaissent et respectent les obligations de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

En revanche, ceux qui déclarent ne pas exercer le service connexe de recherche en investissements sont peu nombreux à examiner la question des informations économiques et financières de nature commerciale et publicitaire, et à leur reconnaître la qualification de communication à caractère promotionnel.

Aussi, l'AMF appelle-t-elle les prestataires de services d'investissement au strict respect, à compter du 1^{er} novembre 2007, de la double obligation :

- d'une claire identification de l'information publicitaire en tant que « communication à caractère promotionnel » ;
- et d'insertion de l'avertissement réglementaire.

5.2 Exigences organisationnelles supplémentaires applicables

Lorsqu'un prestataire de services d'investissement produit et diffuse à ses clients ou au public des travaux de recherche en investissement, il doit veiller à ce que les responsabilités et les intérêts professionnels des analystes financiers auteurs qu'il emploie n'entrent pas en conflit avec les personnes destinataires de ces analyses.

Les analystes financiers doivent en particulier bénéficier d'un degré d'indépendance approprié dans l'exercice de leurs fonctions et se soumettre, notamment, aux restrictions apportées tant à l'exécution de leurs opérations pour compte propre qu'à l'examen avant diffusion des recommandations contenues dans les analyses.

5.2.1 Un degré d'indépendance approprié

Le principe énoncé au paragraphe 3 de l'article 22 de la directive d'application, repris par le règlement général de l'AMF en II de l'article 313-21, s'applique nécessairement aux analystes financiers :

« Les procédures et les mesures mentionnées sont conçues pour assurer que les personnes concernées engagées dans les différentes activités impliquant un conflit d'intérêts au sens du 1° du I exercent ces activités avec un degré d'indépendance approprié au regard de la taille et des activités du prestataire de services d'investissement et du groupe auquel il appartient ainsi que de l'ampleur du risque de préjudice encouru par les clients. (...) ».

Puis sont énumérés les cinq ensembles de procédures et de mesures permettant au PSI d'assurer le degré d'indépendance requis, lesquelles sont :

- des procédures efficaces en vue d'interdire ou de contrôler les échanges d'informations entre les personnes concernées ;
- une surveillance séparée des personnes concernées ;
- la suppression de tout lien direct entre la rémunération des personnes concernées exerçant une activité particulière et la rémunération d'autres personnes concernées exerçant une autre activité ;
- des mesures visant à interdire ou à limiter l'exercice par toute personne d'une influence inappropriée sur la façon dont une personne concernée exerce ses activités ;
- des mesures visant à interdire ou à contrôler la participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée à plusieurs services d'investissement ou connexes.

5.2.2 Les obligations professionnelles spécifiques des analystes financiers

Les rapports spécifiques 2007 sont au mieux elliptiques, et plus souvent silencieux sur le contenu, il est vrai complexe et nuancé, des obligations pesant sur les analystes financiers employés par un prestataire de services d'investissement.

L'article 313-27 précise, s'agissant des analystes financiers, le contenu des principes énumérés par l'article 313-21 Il précité.

Le prestataire de services d'investissement qui produit ou organise la production d'analyses financières adopte des mesures permettant d'assurer que :

*« 1° **Les analystes financiers et les autres personnes concernées s'abstiennent d'exécuter, autrement qu'en qualité de teneur de marché agissant de bonne foi et dans le cadre des opérations normales de tenue de marché ou en réponse à un ordre de client non sollicité, des transactions personnelles** ou des opérations pour le compte de toute autre personne, y compris le prestataire de services d'investissement, **concernant des instruments financiers sur lesquels porte l'analyse financière**, ou tout autre instrument financier lié lorsque :*

- a) *Ils ont connaissance de **la date probable** de diffusion de cette analyse financière ou de son contenu ;*
- b) *Cette connaissance n'est **pas accessible au public** ou aux clients et ne peut pas être aisément déduite de l'information disponible ;*

*Les analystes financiers et les autres personnes concernées **s'abstiennent d'agir aussi longtemps** que les destinataires de l'analyse financière n'ont pas eu une opportunité raisonnable d'agir sur la base de la connaissance mentionnée au a ;*

*2° Dans les situations non mentionnées au 1°, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production d'analyse financière **n'exécutent pas de transactions** sur les instruments financiers sur lesquels porte l'analyse, ou sur tout autre instrument financier lié, qui **iraient à l'encontre de recommandations** en vigueur émises par ces personnes, **sauf** dans des circonstances exceptionnelles et avec l'accord préalable du responsable de la conformité ;*

*3° Le prestataire de services d'investissement, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de l'analyse financière **n'acceptent pas d'avantages** de personnes ayant des intérêts importants dans l'objet de l'analyse ;*

*4° Le prestataire de services d'investissement, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de l'analyse financière **ne promettent pas à des émetteurs une couverture favorable dans leur analyse** ;*

*5° Lorsqu'un projet d'analyse financière contient une recommandation ou un objectif de prix, ni les émetteurs, ni les personnes concernées autres que les analystes financiers, ni quelque autre personne que ce soit, **ne sont autorisés à examiner ce projet préalablement à sa diffusion** dans le but de vérifier l'exactitude des données factuelles contenues dans le travail d'analyse ou à toute autre fin qui ne serait pas la vérification du respect des obligations professionnelles du prestataire de services d'investissement mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier. (...) »*

6 - Obligation de respect des dispositions particulières applicables aux sociétés de gestion de portefeuille

Cette sixième et dernière catégorie d'obligation concerne uniquement les prestataires de services d'investissement agréés en qualité de société de gestion de portefeuille par l'Autorité des marchés financiers.

D'une façon générale, moins de 40% des rapports spécifiques 2007 des sociétés de gestion rendent compte de travaux de contrôle menés sur cet aspect de leur politique de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

Deux dispositions particulières de prévention des conflits d'intérêts, applicables à la gestion, s'imposent aux sociétés de gestion de portefeuille.

6.1 Interdiction de gérer le portefeuille du promoteur ou du dépositaire de l'OPCVM

Le gérant d'un OPCVM ne peut pas gérer le portefeuille propre du promoteur ou du dépositaire de son OPCVM.

Prévue par l'alinéa 1^{er} de l'ancien article 322-48 du RGAMF, cette interdiction a disparu formellement, fondue dans les articles 313-18 à 313-21 du règlement général relatifs aux conflits d'intérêts.

Les rapports spécifiques la présentent comme une interdiction fondamentale, connue et respectée par toutes les sociétés de gestion de portefeuille.

6.2 - Restriction à la fourniture de conseils rémunérés

Les membres dirigeants ou salariés d'une société de gestion ne peuvent qu'en cette qualité et pour le compte de cette dernière fournir des conseils rémunérés à des sociétés dont les titres sont ou vont être détenus dans un portefeuille géré.

Cette restriction de l'alinéa 2^{ème} de l'ancien article 322-48 du RGAMF n'est examinée que par 28% des rapports spécifiques 2007.