

« La séparation juridique de l'analyse financière peut rencontrer à long terme un écho favorable »

Le cadre réglementaire français des analystes financiers relève de trois types de dispositions : le règlement général du CMF, le Code de déontologie de la SFAF et les dispositions internes des établissements. Des efforts d'harmonisation seront nécessaires au niveau européen.

Bruno Gizard
Secrétaire général adjoint
Conseil des marchés financiers



— *Quelle est aujourd'hui l'architecture du cadre réglementaire concernant les analystes financiers qui relève de la compétence du CMF ?*

Le cadre réglementaire français des analystes financiers relève, à ce jour, de trois types de dispositions. Le règlement général du CMF et sa décision d'application n° 2002-01 relative aux « prescriptions applicables aux prestataires de services d'investissement (PSI) produisant et diffusant des analyses financières » forment un premier ensemble de dispositions. Le deuxième ensemble est constitué de la mise à jour du Code de déontologie de la SFAF. Comme le prévoit le règlement général du CMF, la SFAF a soumis ce code à l'approbation du CMF. Suite à la demande de la SFAF, et après avis favorable de l'AFECEI, le CMF a décidé, le 19 mars 2003, que les dispositions du code seront recommandées aux analystes des PSI relevant du CMF, c'est-à-dire hors sociétés de gestion. Enfin, les établissements élaborent des dispositions en interne qui viennent compléter les dispositions du CMF et de la SFAF.

— *Les recommandations résultant du code de la SFAF ne font pas office de loi...*

Dans la pratique, un établissement qui ne respecterait pas une telle recommandation pourrait devoir s'en justifier

auprès du CMF. Il n'est pas nécessaire de transformer les codes établis par les associations professionnelles en dispositions réglementaires qui émanent directement de l'autorité de marché. Il est tout à fait souhaitable que les associations puissent participer à cette œuvre d'encadrement avec une démarche de recommandations à leurs adhérents.

Demain avec la loi sur la sécurité financière, sous réserve que l'Assemblée nationale ratifie la proposition du Sénat, l'AMF aura, dans le cadre de la refonte de son règlement général, la liberté de reprendre telle ou telle des dispositions qui figurent aujourd'hui dans le code de la SFAF. Il est vraisemblable également que l'AMF reprendra à son compte certaines des règles établies par le CMF, telle l'institution de la carte professionnelle. Aujourd'hui, nous avons chez les PSI relevant de la responsabilité du CMF, près de 500 titulaires de carte professionnelle.

— *Que pensez-vous globalement du cadre réglementaire français des analystes financiers à ce jour ?*

En matière d'encadrement déontologique de la fonction d'analyste financier, nous avons pris, au travers de la réglementation établie par le CMF, un peu d'avance par rapport à nos homologues européens en ce qui concerne les analystes financiers.

Le projet de loi sur la Sécurité financière, dans sa version validée par le Sénat, souhaite confier à la future AMF le soin de réglementer l'ensemble des analystes financiers, y compris ceux qui travaillent dans les sociétés de gestion de portefeuille et les cabinets indépendants, qui aujourd'hui ne relèvent pas de la réglementation du CMF. Cette compétence générale donnée à l'AMF dans le cadre de la future loi, complétera ce que nous avons d'ores et déjà fait en France dans ce domaine. Cela étant, la réflexion au niveau international progresse :

- au niveau européen, un « forum group » doit normalement rendre son rapport d'ici la fin du présent semestre pour que la Commission de Bruxelles puisse proposer un cadre réglementaire harmonisé qui sera soumis à consultation selon des modalités qui restent à définir ;
- les États-Unis sont en cours de réflexion sur la mise à jour de leur réglementation. Les récentes affaires ont montré qu'il y avait des problèmes de gestion de conflits d'intérêt qui se sont traduits par des exigences en termes de muraille de Chine, et des prescriptions concernant les rémunérations des analystes eux-mêmes.

Sous ce dernier aspect, la France présente une des réglementations les plus strictes. Le CMF interdit aux analystes de négociant, pour leur propre compte, une des valeurs qu'ils suivent ou qui relève du même secteur financier que l'une des va-

leurs dont ils ont la charge. L'analyste peut détenir ces valeurs par le biais d'un mandat de gestion ou indirectement au travers d'un Opcvm. À ma connaissance, aucun pays, à l'heure actuelle, n'a adopté une telle approche; ce sujet est aujourd'hui l'objet de discussions au niveau européen; il faut savoir que beaucoup d'établissements étrangers ont adopté en interne, de leur propre chef, une approche de ce type.

— *Quel est votre avis sur l'amendement au projet de loi sur la sécurité financière qui reconnaît officiellement la profession d'analyste?*

Nous sommes tout à fait favorables à cet amendement qui reprend pratiquement la définition (*encadré 1*) figurant dans le règlement général du CMF; le Sénat a notamment souhaité mettre dans le texte législatif le fait que l'AMF aura en charge le soin de définir les règles de bonne conduite que devront respecter les personnes morales et les personnes physiques produisant ou diffusant des analyses financières. L'AMF aura la charge de contrôler ces personnes, et le cas échéant, de sanctionner les manquements qui auront pu être constatés.

— *À plus long terme, quelles sont vos voies de recherche sur ce sujet?*

En France, suite à la loi sur la sécurité financière, nous devons mettre à jour le règlement général qui est celui du CMF ou qui relève des règlements de la COB, de façon à élaborer celui de l'AMF. Nous devons étudier si ce qui s'applique aujourd'hui, en matière d'analyse financière, aux PSI relevant du CMF doit être étendu à l'ensemble des entités placées sous l'autorité de l'AMF, c'est-à-dire notamment aux sociétés de gestion de portefeuille.

Dans le cadre des travaux européens, des efforts d'harmonisation seront également nécessaires. Un exemple: nous avons prévu, dans notre décision n° 2002-01, que les analyses financières doivent comporter la mention d'intérêt financier que le PSI peut avoir dans la société étudiée. Si la banque ou la société d'investissement qui a produit l'analyse détient 5 % ou plus du capital de la société étudiée, le lecteur doit pouvoir le savoir lorsqu'il prend connais-

1. L'amendement sur les analystes financiers

Extrait du projet de loi sur la sécurité financière adoptée par le Sénat en première lecture le 20 mars 2003.

« Art. L 621-7: le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment:

• Concernant la production et la diffusion des analyses financières:

- 1) Les conditions d'exercice de l'activité des personnes qui, à titre de profession habituelle, produisent ou diffusent des analyses financières sur les personnes morales émettrices d'instruments négociés sur un marché, ou dont l'admission à la négociation est demandée en vue de formuler et, le cas échéant, diffuser une opinion sur l'évolution desdites personnes morales et, en conséquence, sur l'évolution prévisible de leurs cours de bourse;
- 2) Les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des personnes qui produisent ou diffusent des analyses financières, à titre de profession habituelle et des dispositions propres à assurer leur indépendance et la prévention des conflits d'intérêt. »

sance de l'analyse. Dans le cadre des discussions européennes, nous constatons que certains pays prévoient un seuil de 1 %; une harmonisation est souhaitable si un consensus ressort, et nous adapterons bien entendu notre réglementation en tant que de besoin.

Une autre piste à plus long terme évoque l'idée de loger l'activité de l'analyse financière dans des entités juridiquement complètement séparées des intermédiaires financiers. À ce jour au CMF, nous n'avons pas retenu cette idée, mais il n'est pas exclu qu'elle gagne du terrain. Si elle devait être adoptée, la décision devrait, à notre sens, faire l'objet d'une application internationale.

À l'heure actuelle, les pratiques concernant les murailles de Chine sont indispensables. Les établissements multicapitales qui peuvent avoir des intérêts potentiellement conflictuels doivent organiser une gestion et un traitement de ces conflits d'intérêt. Mais nous n'avons pas souhaité interdire aux banques de disposer, au sein d'un de leurs départements, d'équipes d'analystes financiers produisant et diffusant de l'analyse financière. Ce principe de la séparation stricte juridique peut rencontrer dans le futur un écho favorable qu'elle n'a pas aujourd'hui.

— *Derrière toutes ces problématiques, demeure le débat du financement de la recherche, quel est votre avis sur ce thème?*

Le modèle classique est de financer la recherche par les frais de courtage versés quand les ordres sont exécutés. Cer-

tains prônent le fait de confier à l'entreprise de marché le soin de publier les analyses financières; cela ne me paraît pas réaliste. L'éventuelle obligation évoquée plus haut d'isoler dans des structures juridiques propres la fonction de l'analyse financière pose clairement la question du financement de la recherche. Dans cette éventualité, il faudrait isoler le coût de ces prestations pour les faire assumer directement par leurs bénéficiaires. Le principe est souhaitable mais une modification du circuit actuel du financement de la recherche par le courtage ne me semble pas réaliste. Sur ce sujet, le CMF n'a pas posé de réglementation particulière. La réflexion doit continuer à un niveau international. ●

Propos recueillis par Grégoire Hauseux

Terminologie

Autorité des marchés financiers (AMF)
Future autorité qui doit prendre la suite de la COB et du CMF.

Prestataires de services d'investissement (PSI)
Ce sont des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement; ils relèvent du CMF sauf les entreprises d'investissement exerçant à titre principal l'activité de gestion de portefeuille, qui relèvent alors de la COB.