

variable sur des critères quantitatifs et, en particulier, sur des seules considérations de volumes de ventes. Le seul volume de vente n'est pas un critère acceptable. Il doit s'accompagner soit de conditions de conformité des ventes, soit de critères qualitatifs des ventes prises en compte (adéquations aux besoins du client) ;

– privilégier des critères qualitatifs qui encouragent les personnes concernées à agir dans l'intérêt des clients (par exemple : respect des exigences réglementaires, conformité aux procédures internes, satisfaction des clients...).

La rémunération du personnel des fonctions de contrôle doit être indépendante des performances réalisées par les secteurs d'activités contrôlés.

L'AMF cite plusieurs exemples de bonnes pratiques comme l'attribution de la part variable de la rémunération calculée et attribuée sur une base linéaire de préférence au principe du « tout ou rien » en fonction d'un objectif à atteindre. Le PSI peut également décider de payer la rémunération variable par tranches réparties sur un laps de temps approprié afin de la corriger en fonction des résultats à long terme.

D'autres exemples sont cités, parmi lesquels nous retiendrons celui relatif aux critères utilisés dans le calcul de la rémunération variable des collaborateurs qui doivent être identiques pour tous les produits vendus et comprendre des critères qualitatifs.

Des dispositions spécifiques de la position concernent les contrôles de la conformité des politiques et pratiques de rémunération.

Les PSI doivent prévoir des contrôles adéquats en vue de veiller à la conformité de leurs politiques et pratiques de rémunération. Ces contrôles doivent comporter une évaluation de la qualité des services fournis aux clients, laquelle pourra notamment être faite au moyen d'une surveillance de la vente par téléphone, ou d'une vérification par échantillonnage de l'adéquation des conseils fournis et des portefeuilles des clients. En outre, des lignes de reporting doivent être mises en place afin de faire remonter les risques de non-conformité aux règles de bonne conduite et de conflits d'intérêts. Les politiques et pratiques de rémunération doivent être réexaminées régulièrement.

Les personnes concernées doivent être informées, au préalable et de façon claire, des critères qui seront utilisés pour déterminer le montant (ainsi que les conditions et éventuelles causes de pénalités) de leurs rémunérations variables.

Elles seront aussi informées au préalable des étapes et du calendrier prévu pour l'évaluation de leurs performances. Dans tous les cas, l'évaluation des performances des personnes concernées en vue de fixer leurs rémunérations variables prendra en compte la conformité aux règles de bonne conduite et à l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients. Les critères choisis et utilisés par le PSI pour déterminer le montant des rémunérations doivent être compréhensibles et accessibles aux collaborateurs concernés, au RCSI et aux équipes en charge du dispositif, afin d'identifier correctement le risque de préjudice pour le client.

J.-P. B.

2. Guide relatif à l'analyse financière

L'AMF a publié le 3 décembre 2013 un guide relatif à l'analyse financière dont l'intérêt n'échappera pas aux praticiens. L'on sait, en effet, que les diverses dispositions relatives à l'analyse financière sont dispersées au sein du RG AMF, ce qui ne permet pas de les identifier aisément et les rend peu lisibles, ce qui rend ce guide indispensable.

Ce document de synthèse a pour objet de préciser les attentes du Régulateur, clairement exprimées sous forme de recommandations ou de positions, en rappelant les principaux textes régissant l'analyse financière.

Conçu sous forme de guide, son contenu est clairement exprimé sous une forme pédagogique qui devrait en faire un outil utilisé aisément par les professionnels. C'est ainsi que le tableau, déployé sur quatre pages, qui détaille les obligations des PSI européens au regard de la réglementation française qui exercent une activité de production et/ou de diffusion d'analyse financière en France, sera particulièrement apprécié. Nous renvoyons les lecteurs à l'analyse de ce tableau qui répond simplement et efficacement aux nombreuses questions que suscite l'exercice de cette activité au caractère transnational.

Ce guide rappelle que l'analyse financière constitue une sous-catégorie des recommandations d'investissement dites recommandations d'investissement à caractère général qui doivent être distinguées des communications à caractère promotionnel. Ces dernières devant faire l'objet d'une mention spécifique en « gros caractères » en début de document. Pour pouvoir être considérée comme une analyse financière ou une recherche en investissement, une recommandation d'investissement à caractère général doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27 du RG AMF. Il est également précisé que le terme « titres cotés » est utilisé dans le guide pour qualifier les instruments financiers admis sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Ce terme sera donc étendu aux titres cotés sur un système multilatéral de négociation marchés lorsque le règlement général de l'AMF sera modifié en conséquence de l'adoption du futur règlement Abus de marché.

Le périmètre d'application de ce guide concerne les analystes crédit qui se sont en effet développés ces dernières années. Les analystes visés par cette extension du champ d'application de la réglementation AMF sont les analystes crédit (encore baptisés « fixed income » qui émettent des opinions sur la qualité et le prix des instruments financiers de dette cotés. Ils ne confondent pas avec les analystes « risque-crédit », en général logé au sein des directions des risques, qui estiment le risque de contrepartie supporté par les établissements.

Les analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur les titres de capital ou de créance (arbitrage entre valeurs d'un même secteur par exemple) entrent également dans le champ de ce guide. Notons que les analystes quantitatifs sont soumis à ce dispositif en raison de leur activité – la diffusion d'analyse – et non en raison de leur titre ou qualification qui demeure très hétérogène selon les établissements.

Pour les stratégestes et économistes dont l'activité côtoie

fréquemment celle des analystes, l'AMF recommande de laisser au soin du RCSI de chaque établissement en fonction de l'organisation et de la nature des activités exercées, le soin d'apprécier l'opportunité de l'application du dispositif réglementaire relatif à l'analyse financière.

Parmi les autres points saillants de ce guide, nous notons l'importance apportée aux conflits d'intérêts. S'agissant de la séparation physique des analystes avec les négociateurs-vendeurs, l'AMF l'exige. Toutefois, elle admet au titre du principe de proportionnalité que des établissements de petite taille puissent ne pas séparer leurs équipes sous réserve de pouvoir justifier leur choix en mettant en place des mesures adaptées qui sauvegarde l'autonomie des deux fonctions.

Le contrôle des transactions personnelles des analystes a été longuement discuté lors des réunions de travail. Ce sujet oppose la liberté personnelle des analystes avec les contraintes déontologiques de respect de l'intégrité du marché et du risque de réputation de l'établissement qui les emploie. L'AMF émet une recommandation qui autorise la seule détention, de titres par les analystes sous forme de titres d'Opcvm ou encore de titres placés en gestion sous mandat discrétionnaire. Cette recommandation va plus loin que le code de déontologie de la SFAF qui limite cette interdiction aux titres au suivi duquel participe l'analyste. Toutefois l'AMF dans sa recommandation précise que chaque établissement pourra mettre en œuvre des mesures alternatives comme la domiciliation des comptes, l'obligation d'accès ou encore le système de pré-approbation des transactions personnelles par le RCSI. Ces mesures de souplesse devront toutefois être appliquées et suivies avec rigueur par le RCSI, notamment pour les systèmes de pré-approbation pour lesquels il s'engagera.

Les relations des analystes avec les émetteurs sont précisées afin de garantir l'objectivité de leurs relations ; nous noterons que ces précisions ne sont pas reprises au sein d'une Recommandation ou d'une Position ce qui peut s'expliquer compte tenu du caractère transfrontière de l'activité.

Les prestations commerciales des analystes sont encadrées au sein d'une position reprise par le guide qui vise à garantir l'égalité de traitement des clients. Les procédures des établissements devront sans doute être revues à la lumière de cette position de l'AMF qui tend à encadrer rigoureusement les activités dites commerciales des analystes.

La diffusion des analyses fait l'objet de prescriptions précises. En premier lieu l'on relève qu'il peut être envisagé de diffuser des travaux de recherche de façon différente à certaines catégories de clients « si et seulement si » les intérêts de l'ensemble des destinataires de l'analyse financière sont préservés. Cette approche différenciée par l'AMF de la diffusion des analyses doit être soulignée car elle correspond à l'évolution de ce métier. L'AMF décline ensuite dans ce guide les différents cas de figure rencontrés compte tenu du moment où l'analyse est diffusée (communication la veille de sa diffusion, après la clôture du marché etc.). En ce qui concerne les changements de recommandation en cours de séance pour lesquels l'AMF a constaté qu'ils étaient à l'origine de perturbations du marché, l'AMF recommande qu'ils soient publiés en cours de séance que si l'émetteur a publié une information importante ou si une information importante sur son secteur d'activité a été publiée pendant cette même séance.

Enfin ce guide rappelle les diverses obligations d'un PSI diffusant des recommandations produites par un tiers et l'obligation d'identifier et de mentionner les conflits d'intérêts.

Au final, il synthétise de manière opportune et pédagogique les diverses contraintes et obligations essentiellement déontologiques qui pèsent sur cette activité qui depuis le précédent rapport de M. de Demandolx, rendu dans les premières années de ce siècle, a connu de nombreux bouleversements tant son équilibre économique est fragile. ■

J.-P. B.