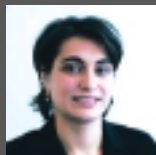


# Faut-il légiférer sur l'activité des analystes financiers ?



**ANNABELLE GAUBERTI**  
Avocat à la Cour  
Gide Loyrette  
Nouel

*Depuis plusieurs mois, le législateur et les organisations professionnelles français s'emploient à un encadrement plus strict de l'analyse financière. Une réglementation plus contraignante vis-à-vis des personnes diffusant et publiant de l'analyse financière est-elle réellement nécessaire ? Quelle serait la compatibilité de ces futures règles avec les normes internationales ?*



**JEAN-GUILLAUME D'HEROUVILLE**  
Avocat à la Cour  
Gide Loyrette  
Nouel

**S**ELON L'ARTICLE 2-4-1 DU RÈGLEMENT général du Conseil des marchés financiers (CMF), exerce la fonction d'analyste financier « toute personne physique ayant pour mission de produire des analyses financières sur les personnes morales émettrices d'instruments financiers négociés sur un marché ou dont l'admission à la négociation est demandée, en vue de formuler et généralement diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales et par voie de conséquence sur l'évolution prévisible du cours de bourse de cet instrument ». Ainsi, l'analyste financier est la personne qui fournit une évaluation stratégique et financière d'une société cotée, débouchant sur une analyse de cet émetteur et une recommandation d'achat, de vente ou de conservation de ses titres.

La profession d'analyste financier peut être scindée en deux catégories : celle des analystes exerçant leur activité au sein d'un prestataire de services d'investissement, diffusant auprès du public leurs recommandations d'investissement, dits analystes *sell-side* ; et celle des

analystes travaillant pour le compte de sociétés de gestion, leurs rapports de recherche étant essentiellement destinés en interne aux gestionnaires de portefeuilles, dits analystes *buy-side*.

Seuls les analystes *sell-side* sont actuellement soumis aux règlements et aux décisions du CMF et au Code de déontologie de la Société française des analystes financiers (SFAF). Ce constat a conduit le Parlement à envisager la reconnaissance officielle de la profession dans son intégralité, dans le projet de loi sur la sécurité financière.

### LA RÉFORME DU DROIT POSITIF FRANÇAIS

Alors que le projet de loi sur la sécurité financière rédigé par le ministre de l'Économie ne comportait originairement aucune disposition relative à l'analyse financière, le Sénat a amendé le projet en confiant à la future Autorité des marchés financiers (AMF) la mission de réglementer, contrôler et sanctionner l'activité des analystes *sell-side* et *buy-side*. En outre, le Sénat a entendu imposer l'obligation,

pour les dirigeants d'une entreprise employant des analystes financiers, de ne pas prendre d'initiative qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres ou ceux de leurs actionnaires au détriment d'une information sincère diffusée par les analystes. Enfin, le projet de loi tel que modifié par le Sénat prévoit, à la charge des services d'analyse financière, une obligation de conserver pendant trois ans des documents préparatoires à l'élaboration des publications diffusées sous leur responsabilité.

Ce projet a été adopté le 6 mai dernier en première lecture à l'Assemblée nationale, et comprend plusieurs amendements modifiant les dispositions initialement insérées par le Sénat, relatives aux analystes financiers : l'Assemblée a supprimé le contrôle de l'AMF sur l'ensemble des personnes physiques dont l'activité est de fournir de l'analyse financière et n'a souhaité soumettre à ce contrôle que les analystes financiers diffusant leurs travaux au public (analystes *sell-side*). Elle a en outre défini le terme d'ana-

## Les normes applicables aux analystes financiers

Réglementation américaine	Réglementation communautaire	Réglementation britannique	Réglementation française et projet de loi sur la sécurité financière
- <i>Securities Exchange Act</i> n° 45908 de la SEC <sup>(1)</sup> , entré en vigueur le 10 mai 2002	- <b>Directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché</b> 2003/6/CE (Directive sur les abus de marché), article 6, paragraphe 5, entrée en vigueur le 28 janvier 2003	- <i>FSA</i> <sup>(6)</sup> <i>Handbook</i> dont la dernière version est entrée en vigueur en mars 2003	- <b>Titre II du Règlement général du CMF</b> <sup>(5)</sup> articles 2-4-1 à 2-4-4, chapitre 4, modifiés par l'arrêté du 2 mai 2002
- <i>Securities Exchange Act</i> n° 47110, réglementation proposée par le NYSE <sup>(2)</sup> et le NASD <sup>(3)</sup> en octobre 2002 et qui devrait être définitivement adoptée par la SEC suite à la clôture de la période de consultation du public, le 10 mars 2003	- <b>Révision de la Directive sur les services d'investissement (DSI)</b> 93/6/CEE, Annexe I, Section B, présentée par la Commission européenne le 19 novembre 2002	- <b>Texte de discussion/Discussion Paper 15</b> du FSA, publié en juillet 2002. Les réponses à cette consultation de place devaient être envoyées au FSA avant le 30 octobre 2002	- <b>Titre III du Règlement général du CMF</b> , articles 3-1-1 à 3-5-13, chapitre 1 <sup>er</sup> , modifiés par l'arrêté du 2 mai 2002
- <b>Sarbanes Oxley Act, Section 501</b> , du Congrès américain entré en vigueur le 23 janvier 2002		- <b>Texte de consultation/ Consultation Paper 171</b> du FSA, publié en février 2003. Fin de cette consultation de place le 12 mai 2003	- <b>Décision n° 97-09 du CMF</b> , relative aux cartes professionnelles des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un prestataire habilité, en date du 2 décembre 1997
- <b>Analyst Certification Regulation</b> de la SEC, entré en vigueur le 20 février 2003, et dont les dispositions ont commencé à s'appliquer le 14 avril 2003			- <b>Décision n° 2002-01 du CMF</b> , relative aux prescriptions applicables aux prestataires de services d'investissement produisant et diffusant des analyses financières, en date du 27 mars 2002
			- <b>Code de déontologie professionnelle</b> de la SFAF <sup>(6)</sup> de mars 2002
			- <b>Charte CLIFF</b> <sup>(7)</sup> /SFAF de la communication financière du 23 avril 2003

(1) Securities and Exchange Commission.  
 (2) New York Stock Exchange.  
 (3) National Association of Securities Dealers, organisme d'auto-régulation américain.  
 (4) Financial Services Authority.  
 (5) Conseil des Marchés Financiers.  
 (6) Société Française des Analystes Financiers.  
 (7) Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France.

lyse financière ainsi que la notion d'indépendance applicable aux analystes financiers et a annulé l'obligation de conservation des documents préparatoires.

Le projet de loi sera maintenant examiné en deuxième lecture par le Sénat, puis à nouveau par l'Assemblée nationale. Lors de cette navette, les deux chambres devront se mettre d'accord sur l'encadrement de la profession d'analyste financier par l'AMF.

De leur côté, afin d'améliorer la transparence entre les sociétés et les analystes financiers, la SFAF et le Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF) ont publié une charte de la communication financière, rappelant les cinq principes guidant les relations entre émetteurs et analystes financiers : liberté de communication, responsabilité des différents acteurs de la communauté financière, intégrité du marché, égalité

devant la diffusion de l'information et qualité de l'information et de sa diffusion.

### LA LÉGISLATION AU DÉTRIMENT DE L'AUTORÉGULATION

La profession d'analyste financier est née dans les pays anglosaxons au début du XX<sup>e</sup> siècle et s'est particulièrement développée aux États-Unis. L'influence des analystes financiers *sell-side* sur les émetteurs, les investisseurs individuels et institutionnels, ainsi que sur l'évolution des cours de bourse a été telle (notamment durant l'époque des introductions en bourse de sociétés spécialisées dans l'internet et les télécommunications en 1999-2000), que l'autorité boursière américaine (la *Securities and exchange commission*, SEC), le Procureur général de l'État de New York, E. Spitzer, et le Congrès se sont alarmés des dérives auxquelles se livraient certains analystes, déci-

dant qu'il convenait sans délai d'y mettre un terme.

Cette pression de la justice et du législateur américains exercée sur les analystes financiers a commencé lors des faillites retentissantes (et non anticipées par les analystes) d'Enron, Worldcom et Qwest en 2001, et suite à la révélation, par E. Spitzer en 2002, de l'existence de courriers électroniques internes dans lesquels les analystes financiers d'une des plus grandes maisons de courtage américaines livraient leur véritable opinion (extrêmement défavorable) sur des titres conseillés à l'achat dans leurs rapports de recherche. En mai 2002, ce prestataire de services d'investissement a versé 100 millions de dollars de réparation et s'est engagé à réformer les méthodes de travail de ses analystes, dans le cadre d'un accord à l'amiable avec le Procureur général de l'État de New York. En dé-

cembre 2002, E. Spitzer présentait un projet de règlement global visant à obliger les banques de Wall Street les plus influentes et sur lesquelles des enquêtes avaient mis à jour les pratiques douteuses de leurs analystes financiers, à verser 1,4 milliard de dollars et à s'engager à établir de nouvelles règles visant à assurer une plus grande intégrité dans leur recherche fondamentale. L'accord sur les analystes financiers a été entériné par la SEC le 28 avril 2003.

Parallèlement, le Congrès a adopté le *Sarbanes Oxley Act* imposant à la SEC d'édicter des règles relatives à la prévention des conflits d'intérêts des analystes financiers et au renforcement de l'objectivité de la recherche financière : l'*Analyst Certification Regulation* de la SEC est donc entrée en vigueur début 2003 et prévoit l'obligation d'inclure, dans les rapports de recherches des analystes *sell-side*, des certifications de ces derniers.

L'exemple américain d'une plus grande sévérité à l'égard des analystes a été largement suivi, notamment en Angleterre où les deux consultations lancées par la *Financial services authority* (FSA) reprennent l'essentiel des règles adoptées outre-Atlantique relatives aux conflits d'intérêts et aux normes de bonne conduite des analystes financiers. La Communauté européenne elle-même a tenu compte du risque que représentait l'absence de réglementation des analystes financiers et a adopté la Directive sur les abus de marché qui comprend un article imposant aux États membres de réglementer la recherche financière de façon appropriée afin de garantir que les personnes qui réalisent et diffusent des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, veillent à ce que l'information soit présentée de manière équitable et men-

tionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers qui concernent cette information. En outre, la Commission européenne propose de réformer la Directive

**“ L'exemple américain d'une plus grande sévérité à l'égard des analystes financiers a été largement suivi. ”**

sur les services d'investissement (DSI) et d'inclure dans la liste des services d'investissement connexes, la recherche et l'analyse financière : les activités des analystes financiers seront donc encadrées par les dispositions de la DSI.

Ce durcissement des règles applicables aux analystes financiers au plan international incite le législateur et les organisations professionnelles français à adopter des dispositions plus contraignantes ...

... vis-à-vis de ces personnes. Le besoin d'encadrement est d'autant plus fort que le groupe de luxe français LVMH a assigné en novembre 2002 la banque américaine Morgan Stanley devant le tribunal de commerce de Paris, en paiement de 100 millions d'euros de dommages et intérêts. La première société de luxe du monde invoque l'existence de conflits d'intérêts tels, au sein des départements d'analyse financière et de banque d'investissement de Morgan Stanley, que l'analyste responsable du secteur du luxe aurait, selon elle, publié et diffusé des notes de recherche biaisées et partiales sur la valeur LVMH, afin de favoriser Gucci, client du département fusions-acquisitions de Morgan Stanley et concurrent direct de LVMH. Morgan Stanley, dont l'analyste financier mis en cause jouit d'une excellente réputation, dément catégoriquement ces allégations.

#### **LE CAS FRANCE TÉLÉCOM : UNE COHABITATION DIFFICILE ENTRE LES NORMES FRANÇAISES ET ANGLO-SAXONNES**

Le législateur, les autorités de contrôle (CMF, COB) et les organisations professionnelles français désirent améliorer l'égalité des analystes financiers dans l'accès à l'information, tout particulièrement à l'occasion d'une émission de titres. Ainsi, la charte CLIFF/SFAF de la communication financière souligne que « *la participation des analystes financiers à une réunion d'information organisée par un émetteur, notamment à l'occasion d'une émission, ne peut être conditionnée à l'engagement de s'abstenir de publier une analyse sur la société en cause durant une période déterminée* ».

Ces dispositions confortent la position adoptée par le CMF et la COB en mars 2003, lors de l'augmentation de capital de France Télécom : cet émetteur avait obligé tout analyste financier souhaitant assister à la conférence suivant l'annonce de l'augmentation, à signer un document lui imposant de

ne faire aucune référence à cette émission secondaire dans ses notes de recherche pendant une période de *black-out* de 40 jours. Cette obligation de non-divulgaration d'information s'appliquait tant aux analystes des banques membres du syndicat de placement qu'aux analystes d'autres établissements financiers. Le CMF et la COB ont promptement réagi en demandant à France Télécom de libérer les analystes d'établissements non-membres du syndicat de leur serment, en application du principe de l'égal accès à l'information pour l'ensemble du marché.

France Télécom, dont le titre est coté sur le *New York Stock Exchange* (NYSE) par le biais d'*American Depositary Receipts* (ADR), a justifié son exigence par la nécessité de se mettre en conformité avec les exigences des autorités réglementaires, tant françaises qu'américaines, et par son souci d'éviter de promouvoir l'offre par le biais d'études, en particulier sur le marché américain. En effet, la pratique consacrée par les émetteurs cotés sur les marchés anglo-saxons est d'imposer une période de silence (*quiet period*) aux analystes financiers encore plus stricte que celle prévue par le *Securities Exchange Act* de la SEC (qui dispose que seuls les analystes financiers des banques appartenant au syndicat de placement ne peuvent diffuser et publier de recherche et de recommandation durant 40 jours lors d'une introduction en bourse, et pendant 10 jours lors d'une émission secondaire).

Les émetteurs tels que France Télécom, souvent conseillés par des banquiers anglo-saxons, privilégient une application rigoureuse des dispositions de la SEC au détriment du respect du principe de l'égal accès à l'information posé par la COB. Cet état de fait met en lumière le manque d'harmonisation au niveau international des règles applicables aux analystes finan-

ciers. Cette absence de concertation entre les régulateurs est susceptible d'engendrer un dilemme pour les émetteurs dont les titres sont cotés tant en France qu'outre-Atlantique, puisque ces derniers sont dans l'obligation de respecter deux corps de règles (éditées par la COB et le CMF, et par la SEC) parfois contradictoires. Ainsi, il convient que le législateur français veille à adopter un dispositif relatif aux analystes financiers qui ne soit pas en contradiction avec des règles déjà existantes. ■