

Les règles de bonne conduite sur les marchés financiers

Michel Karlin
Professeur des universités
Détaché au Conseil des marchés financiers

Les règles de bonne conduite précisent le cadre des relations des prestataires de services d'investissement avec leurs clients et prévoient l'obligation de créer une fonction ou un poste de déontologue au sein de ces prestataires.

• RÉSUMÉ

L'existence de règles déontologiques applicables aux intermédiaires financiers n'est pas nouvelle en France. Les travaux des commissions présidées par MM. Brac de La Perrière en 1987-1988 et Pfeiffer en 1989-1990 ont conduit à inscrire de telles règles dans le règlement général du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme.

Avec le titre III de son règlement général, le Conseil des marchés financiers reprend la plupart des règles existantes mais apporte également des innovations substantielles, en particulier sur la fonction de déontologue et sur les relations des prestataires avec leurs clients. Les principes généraux de comportement et leurs règles essentielles d'application et de contrôle qu'il pose ont vocation à être complétés par les associations professionnelles et à être mises en œuvre par les prestataires eux-mêmes. Il reste, au plan européen, à entreprendre un effort d'harmonisation à la fois des règles et des pratiques des autorités. Avec le rôle important accordé au déontologue, la France, pour sa part, se rapproche des méthodes anglo-saxonnes qui ont consacré le *compliance officer*.

Avec la publication du titre III portant sur les règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement, le Conseil des marchés financiers (CMF) met en place le code de déontologie prévu par la directive sur les services d'investissement et sa transposition en droit français.

Ce titre apporte plusieurs changements notables. La mise en place obligatoire chez les prestataires de services d'investissement d'un déontologue avec une forte responsabilité, des disposi-

tions relativement contraignantes pour les prestataires sur les relations avec leurs clients, des règles s'imposant sur les opérations pour compte propre des prestataires participant aux opérations financières d'introductions sur le marché primaire ou d'offres publiques font notamment partie de ces changements.

L'esprit du titre III : des principes de base

Le titre III présente, comme il est mentionné dans son chapitre I, les principes de base et leurs règles essentielles d'application. C'est dire qu'il n'a pas vocation à être exhaustif en entrant dans le détail des règles. Il a besoin au contraire de relais qui sont

les associations professionnelles et les prestataires eux-mêmes. C'est ainsi qu'en application de cette disposition, l'AFTB et l'AFTE qui ont co-signé un code de bonne conduite sur *les opérations sur instruments financiers de taux et de change conclues sur les marchés de gré à gré* ont soumis ce code au CMF. Ce dernier, après consultation de l'AFEC-EI, a estimé opportun de le recommander à l'ensemble des prestataires habilités, y compris évidemment à ceux qui n'adhèrent pas à ces deux associations.

Les principes de base sont ceux-là même qui étaient déjà contenus dans le règlement général du CBV ou du CMT. Le premier article du titre III les reprend : «*Le prestataire habilité exerce ses activités avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché*». Au-delà de ces principes désormais bien connus, certaines règles plus nouvelles, qui seront évoquées ci-dessous, peuvent susciter des questions sur leur interprétation au plan pratique. Les services du Conseil, quand ils sont interrogés, s'efforcent d'apporter les précisions demandées en publiant les questions et les réponses proposées dans sa revue mensuelle. Il est clair que les réponses ne vont pas toujours de soi, qu'elles conduisent à prendre un parti qui n'avait pas toujours été

Publication au JO le 5 septembre 1998, de l'arrêté du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie portant homologation du titre III du règlement général du Conseil des marchés financiers, en application de la loi du 2 juillet 1996.

auparavant déterminé : les règles de bonne conduite constituent ainsi une matière profondément vivante, évolutive. Il est probable aussi que les associations professionnelles établiront des guides pratiques d'application, dans l'esprit mentionné ci-dessus.

Un rôle affirmé pour le déontologue

La fonction de déontologue n'est pas nouvelle en soi, mais son introduction en France au sein d'un règlement général d'une autorité de marché est, elle, une innovation. Les règles auxquelles il vient d'être fait allusion offrent dans plusieurs cas une certaine souplesse d'application. C'est alors au déontologue d'estimer dans quelle mesure il doit mettre en œuvre la marge de manœuvre qui lui est laissée. Ainsi, le titre III prévoit en certaines circonstances liées à la préparation d'une opération financière par le prestataire habilité, que ce dernier ne doit pas publier d'analyse financière sur la ou les valeurs

concernées. Cependant, il précise également que le déontologue peut néanmoins autoriser la publication d'une telle analyse, dans le cas où l'absence de cette publication révélerait au marché qu'une opération est en préparation, alors même que l'objectif du règlement est d'assurer le plus possible la confidentialité en la matière. Il appartient donc au déontologue d'apprécier dans quelle mesure appliquer la règle à la lettre risquerait en réalité d'être contraire à son esprit. Le déontologue devient ainsi le relais du Conseil chez le prestataire habilité.

Plus généralement, et sur un plan pratique, il appartient notamment au prestataire, par l'intermédiaire de son déontologue, *d'établir un recueil de l'ensemble des dispositions déontologiques que doivent observer le prestataire habilité et ses collaborateurs*. Il lui appartient également de mettre au point, d'une part, un contrôle du respect en son sein de l'ensemble des règles de bonne conduite prévues par le titre III, d'autre part, *les dispositions appropriées en cas de manque-*

ments à ces règles. Le prestataire doit aussi veiller, indépendamment de ce contrôle, à prévoir que le déontologue assume une fonction *d'assistance* lui permettant de guider les collaborateurs pour l'application des règles de bonne conduite.

«*La fonction de déontologue n'est pas nouvelle en soi, mais son introduction en France au sein d'un règlement général d'une autorité de marché est, elle, une innovation.*»

Jusqu'à maintenant, la fonction de déontologue était certes généralement présente chez les prestataires, mais souvent de façon diffuse, le poste de déontologue n'existant pas nécessairement. La démarche déontologique était d'ailleurs plus ou moins importante. La situation des prestataires français se rapproche désormais à cet

égard de celle des prestataires anglo-saxons. Le déontologue est en effet pour les établissements français ce qu'est le *compliance officer*, s'agissant de la fonction déontologique, chez leurs homologues anglais ou américains.

Les quatre thèmes abordés

Outre les dispositions générales du chapitre I évoquées ci-dessus, le titre III comporte quatre autres chapitres abordant chacun un thème précis.

1 La déontologie des collaborateurs. Sur certains points, l'ensemble des collaborateurs est concerné. Par exemple il est prévu que *les ordres portant sur des instruments financiers, émis par les collaborateurs pour leur compte propre, ne peuvent être transmis ni exécutés d'une manière privilégiée par rapport aux ordres de l'ensemble de la clientèle du prestataire habilité par lequel ils sont transmis ou exécutés*. Sur d'autres points, seuls les collaborateurs exerçant des fonctions dites *sensibles* sont visés. Le critère de sensibilité est lié au fait de se trouver en situation de conflit d'intérêts ou de détenir des informations confidentielles ou privilégiées. *Le prestataire habilité*, précise ainsi le titre III, *peut restreindre la faculté qu'ont les collaborateurs occupant des fonctions sensibles d'effectuer des opérations sur instruments financiers pour leur compte propre*. Reprenant une disposition antérieure, il ajoute qu'en tout état de cause, le prestataire habilité interdit à ses collaborateurs d'émettre des ordres sur un instrument financier pour leur compte propre, lorsque leurs fonctions les rendent susceptibles d'intervenir sur cet instrument en tant que négociateurs.

2 Les relations des prestataires habilités avec leurs clients. Ce chapitre distingue les dispositions générales applicables lors de l'entrée en relations, les dispositions applicables au cours de ces relations et les dispositions particulières à l'activité de récepteurs transmetteurs d'ordres pour le compte de tiers. Le point qui a suscité le plus de débats touche à l'information que le prestataire doit transmettre à son client. L'enjeu est très important, notamment dans l'hypothèse où le client viendrait à poursuivre, une fois la transaction réalisée, son prestataire pour défaut d'information. En application de la directive et de la loi, le titre III précise qu'au mo-

ment de l'entrée en relations ou plus tard, à l'occasion d'opérations inhabituelles, *le prestataire doit évaluer la compétence professionnelle de son client, l'informer des caractéristiques des instruments financiers et des opérations en cause, et adapter cette information en fonction de la compétence professionnelle du client en prenant notamment en compte le fait que ce client est ou non un investisseur qualifié au sens de la réglementation en vigueur* (1).

Ces dispositions réglementaires sont nouvelles. Elles tiennent toutefois compte de l'évolution jurisprudentielle en la matière et au fond elles sont, en application de la directive et de la loi, le reflet de cette évolution dans le corps ainsi établi des règles de bonne conduite.

«Les règles de bonne conduite étant adoptées au plan national, il reste à participer à un effort d'harmonisation au sein de l'Espace économique européen.»

3 Les relations des prestataires habilités avec les marchés. Ce chapitre reprend à propos des marchés réglementés des dispositions préexistantes liées à la sauvegarde de l'intégrité du marché et introduit un certain nombre de mesures nouvelles. C'est ainsi, à titre d'illustration, que *le prestataire habilité attire l'attention de son client quand il estime que l'exécution des ordres de ce dernier [...] risque de provoquer une importante et brusque variation de cours* ou bien quand le client *lui transmet un ordre portant sur un instrument financier dont la négociation sur un marché réglementé est suspendue, pour exécution hors de ce marché*.

La compétence du Conseil des marchés financiers n'est pas limitée aux marchés réglementés. Il est fait référence, en-dehors des marchés réglementés, aux pratiques courantes de bonne conduite.

4 Les opérations financières sur le marché primaire, les opérations de reclassement et les offres publiques d'acquisition. La problématique délicate et complexe *des listes de surveillance et des listes d'interdiction est notamment abordée*.

Les listes de surveillance ou d'interdiction concernent les transactions pour compte propre, de la part d'établissements engagés dans le montage d'opérations financières, sur une ou plusieurs valeurs directement concernées par ce montage.

La liste de surveillance de telles transactions pour compte propre est en jeu dès que *l'aboutissement d'une opération impliquant le prestataire est suffisamment probable pour qu'une surveillance soit nécessaire*. Le prestataire détient en effet des informations essentielles et le déontologue doit surveiller, en se fondant sur la liste de surveillance qu'il a établie, qu'il n'en tire pas un avantage indu.

La liste d'interdiction intervient *quand les caractéristiques essentielles de l'opération, en particulier de prix, sont arrêtées mais ne sont pas encore rendues publiques*. La surveillance peut alors ne plus être suffisante et le déontologue est conduit, selon des modalités déterminées, à interdire les transactions pour compte propre du prestataire. Cependant, comme il a été indiqué plus haut, les règles ne sont pas rigides et le déontologue a une grande capacité d'appréciation des mesures à prendre. Interdire à plusieurs services d'effectuer des transactions pour compte propre sur une valeur risque en effet d'avoir pour conséquence d'attirer l'attention du marché sur cette valeur, alors même que la plus grande confidentialité est au contraire recherchée !

Divergences européennes

Les règles de bonne conduite étant adoptées au plan national, il reste à participer à un effort d'harmonisation au sein de l'Espace économique européen. Cette démarche a été entreprise depuis quelque temps dans le cadre de FESCO (*The Forum of European Securities Commissions*). Il apparaît en effet que les pratiques sont sensiblement différentes selon les pays. Certains, comme le Luxembourg ou la Finlande, se limitent plus ou moins à reprendre les termes de la directive tandis que d'autres, comme le Royaume-Uni, non seulement élaborent comme en France les principes généraux et les règles essentielles d'application, mais encore entrent dans les détails sous la forme de guides pratiques de bonne conduite... ■

(1) Cf. l'article 30 de la loi n° 98-546 portant DDOEF du 2 juillet 1998 et le décret n° 98-880 du 1^{er} octobre dernier.