

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

II Actualités réglementaires

Abus de marché. Directive-cadre. Règles spécifiques aux analystes et aux journalistes

Voir également H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3e éd., n° 1001 et s., p. 899 et s.

La directive sur les abus de marché a été définitivement adoptée par le Conseil le 3 décembre 2002. Elle reprend et abroge la directive du 13 novembre 1989 et s'étend aux manipulations de marché. Elle vise donc tant les opérations d'initiés que les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations. Il s'agit de la première directive-cadre arrêtée en application de la procédure comitologique proposée par le rapport Lamfalussy dans le secteur des services financiers. Aussi ne retient-elle que des règles générales et renvoie-t-elle à la Commission l'édition des mesures d'application, qui devront être adoptées avec l'assistance du Comité européen des valeurs mobilières (CESR). Ces dispositions devront être arrêtées rapidement car la directive doit être transposée dans les législations nationales dans les dix-huit mois de sa publication. Sans en faire une présentation complète, ce que nous ferons dans un prochain numéro de la Revue, il nous semble utile d'évoquer en avant-première un aspect particulier, qui revêt une particulière actualité et qui a fait l'objet de vives discussions : les règles de transparence et de déontologie imposées aux analystes et aux journalistes. L'article 6, paragraphe 5, dispose en effet que « les Etats membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers, ou les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinés aux canaux de distribution ou au public, veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionne leurs intérêts

ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. Ils portent cette réglementation à la connaissance de la Commission ».

Le premier aspect de cet encadrement à venir des services de recherche financière et des journaux économiques et financiers est de fond, de nature déontologique. Une première exigence vise la qualité de l'information délivrée : elle doit être présentée de manière équitable ; une seconde vise l'indépendance du producteur et du diffuseur de l'information : ils doivent mentionner les intérêts ou les conflits d'intérêts qu'ils peuvent avoir directement ou indirectement avec les instruments financiers en cause. Il convient de remarquer que cette seconde exigence est d'application large, le texte visant, pour les services d'analyses financières, tant les personnes qui réalisent des analyses que celles qui les diffusent, tant les analyses qui concernent des instruments financiers déterminés, que celles qui visent des émetteurs ou des secteurs ; pour les journaux économiques et financiers, elle englobe tant les personnes qui produisent des informations que celles qui les diffusent, tant les informations recommandant une stratégie d'investissement que celles qui se contentent de les suggérer, pourvu qu'il s'agisse d'informations destinées aux canaux de distribution et, plus largement, au public, mais quel qu'en soit le support.

L'application de cette mesure aux journalistes et journaux économiques et financiers n'était pas prévue à l'origine. La proposition de directive prévoyait simplement que les Etats membres « peuvent adopter des dispositions spécifiques à l'égard des personnes agissant à des fins journalistiques dans le cadre normal de l'exercice de leur profession » (art. 5), ce qui laissait chacun libre de ne rien décider... La Commission économique et monétaire du Parlement européen, sous l'influence de son rapporteur, Robert Goebbels, a cependant considéré que la Presse devait faire l'objet des mêmes mesures que les services d'analyses financières et lui a étendu les règles prévues pour ceux-ci. Cette mesure a été justifiée par le fait qu'il arriverait que certains vantent les mérites de titres qu'ils détiennent ; lors des débats, a été cité l'exemple d'un pré-

sentateur de télévision qui aurait fait augmenter la cote de titres dont il s'était porté acquéreur, par des commentaires élogieux et exagérés, et les aurait aussitôt revendus avec profit¹. La proposition a suscité une vive opposition d'une partie de la presse économique européenne² relayée par des parlementaires qui ont proposé plusieurs amendements destinés à ne pas l'appliquer à ceux « *agissant dans le cadre de leur activité professionnelle* », les plus actifs dans ce lobbying étant semble-t-il les Anglais, mais a néanmoins été retenue par le Parlement européen le 24 octobre 2002. Désormais, ceux qui recommanderont ou suggéreront une stratégie d'investissement devront le faire « *de manière équitable* » ; surtout, ils devront mentionner les éventuels intérêts qu'ils pourraient avoir à l'égard des instruments financiers objets de leur article et, plus largement, les éventuels conflits d'intérêts qui pourraient s'y rapporter. A contrario, ces obligations ne s'imposeront pas à ceux qui se contenteront de rendre compte de l'évolution de la bourse ou d'une entreprise. Autrement dit, les nouvelles règles ne s'appliqueront qu'aux journalistes qui jouent les conseils en investissement, explicitement ou implicitement. Tout cela n'est que la mise en œuvre d'une éthique minimum.

Le second aspect de cet encadrement est relatif au processus de mise en œuvre. La réglementation à prévoir ne figure pas dans la directive, ni ne figurera dans les dispositions d'application que prendra la Commission. Elle est renvoyée à la compétence des États membres, ce qui n'est certainement pas le meilleur moyen d'assurer une harmonisation européenne, première manifestation de la crainte qu'a très bien exprimée notre collègue Blanche Soussi³, crainte d'autant plus fondée ici que la directive n'impose pas aux États membres d'édicter une réglementation, mais se contente, sans doute pour répondre aux usages de certains pays, de prévoir qu'ils devront s'assurer qu'existe une réglementation appropriée, ce qui leur permet de renvoyer cela à des règles professionnelles, qui devront néanmoins être portées à la connaissance de la Commission, sans doute pour que celle-ci puisse vérifier non seulement leur existence, mais également leur contenu et leur conformité aux principes de la directive. S'agissant de la France et des analystes, cette réglementation existe et figure dans le Règlement général du CMF (Titre III), spécialement depuis sa modification due à l'arrêté du 2 mai 2002, et dans la décision générale n° 2002-01. Mais il n'en va pas de même pour les journa-

listes et les journaux économiques et financiers, dont aucun texte, ni étatique, ni professionnel, ne vient établir de règles déontologiques obligatoires, ni la Charte des devoirs professionnels des journalistes français, ni la Déclaration de Munich des devoirs et des droits des journalistes n'ayant ce caractère⁴.

Ce dispositif ne modifiera pas la situation des analystes financiers qui se contentent de produire une opinion sur un instrument financier ou un émetteur, ou sur un ensemble d'instruments financiers et d'émetteurs, opinion établie à partir d'informations publiques et, surtout, grâce à leur connaissance de l'instrument ou du domaine et à leur intelligence de la matière économique et financière, ni celle des journalistes financiers qui se contentent de rendre compte et de commenter les faits économiques et financiers. Ils ne seront soumis à aucune contrainte particulière, sauf celle résultant de leur éthique et de la loi commune. Reste à savoir, du moins en France, s'ils ne peuvent pas risquer de commettre, dans l'exercice de leur métier, un délit ou un manquement boursier. A cet égard, il semble bien qu'il n'y ait pas de vrai risque. En effet, s'agissant des analystes financiers, tant que ceux-ci n'utiliseront pas principalement une information privilégiée pour l'établissement de leur opinion sur un instrument financier ou un émetteur, ni ne transmettront une telle information à qui que ce soit, ils n'encourront aucun reproche. De même, s'agissant des journalistes économiques et financiers, la démonstration a été faite par Nicolas Rontchevsky de l'absence de vrai risque⁵. En effet, s'agissant du délit ou du manquement d'initié, le journaliste ne l'encourt éventuellement que s'il exploite l'information obtenue à des fins intéressées personnelles. De même, s'agissant du délit de communication d'information privilégiée, a priori beaucoup plus dangereux, il est admis avec logique et raison que le journaliste qui diffuse une information confidentielle agit dans le cadre normal de sa profession et ne peut être poursuivi, d'autant que la révélation de l'information prive celle-ci de son caractère confidentiel. De même, il ne risque guère d'être poursuivi pour délit de fausse information ou de manipulation de cours dans l'exercice normal de la profession journalistique, faute d'intention délictueuse. Les quelques décisions intervenues vont en ce sens, en particulier celle, bienveillante, rendue par le Tribunal correctionnel de Paris en février 2002⁶. ■

1 R. Rivais, *Le Monde*, 7 novembre 2002, p. 24.

2 Art. précédent.

3 B. Soussi, « L'approche Lamfalussy : une méthode douce pour "détricoter" l'harmonisation financière européenne ? » : D. 2002, n° 44, p. 3322.

4 Voir site du Syndicat national des journalistes (SNJ) : <http://www.snj.fr/deontologie/charte.html> ; adde : <http://freelens.France>.

free.fr/deontologie.htm

5 N. Rontchevsky, « Liberté d'expression et délits boursiers » : *Bull. Joly Bourse* 2001, p. 211.

6 Trib. corr. Paris, 13 février 2002 : *Banque & droit*, n° 83, mai-juin 2002, p. 28, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 196, note N. Rontchevsky.