

**CODE DE BONNE CONDUITE
AFEI - FBF
SUR LA GESTION
DES CONFLITS D'INTERETS
EN MATIERE
D'ANALYSE FINANCIERE**



Association Française
des Entreprises d'Investissement



FEDERATION
BANCAIRE
FRANCAISE

Avant propos

Le **Code AFEI-FBF** sur la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière rassemble à l'attention des **prestataires de services d'investissement** et de leurs collaborateurs, les règles de bonne conduite qu'il leur est recommandé d'appliquer en vue de détecter, prévenir et, le cas échéant, gérer les conflits d'intérêts auxquels peuvent être confrontés les analystes financiers agissant au sein des établissements financiers.

Assurer l'indépendance d'appréciation des analystes financiers lorsqu'ils formulent des opinions est un élément important de l'intégrité du marché et de la confiance des investisseurs. Aussi, alors que les établissements français appliquent depuis longtemps déjà des règles strictes en la matière, traduction d'une réglementation française de haut niveau, l'AFEI et la FBF se sont attachées à réunir au sein d'un standard de Place les meilleures pratiques de leurs adhérents. Fruit de l'expérience collective, le Code AFEI-FBF constitue ainsi un instrument particulièrement complet et opérationnel qui détermine des normes élevées d'impartialité et de transparence.

Le Code AFEI-FBF intègre les évolutions les plus récentes apportées par la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initié et les manipulations de marché (dite directive Abus de marché) et ses textes d'application, en particulier la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 sur la présentation équitable des **recommandations** et la mention des conflits d'intérêts, dont la transposition en droit national doit intervenir très prochainement. Le Code AFEI-FBF doit en outre permettre de limiter les adaptations ultérieures qui seront exigées des établissements en application de la récente directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MIF) dont les mesures d'application sont en cours de définition.

Ce Code est accompagné d'un **Glossaire**, fournissant la définition des différents termes utilisés.

Objectifs visés

Le présent Code vise notamment à :

- Déterminer un standard de Place qui, étant transparent, permette des actions communes de valorisation des principes de haut niveau observés par les établissements installés en France.
- Promouvoir une déontologie et une éthique dans les relations entre le prestataire, **l'analyste financier**, l'émetteur et le **client**, au travers de principes élevés d'impartialité, de probité et de transparence.
- Porter à la connaissance de toutes les parties concernées, et en particulier des investisseurs, l'ensemble des principes élaborés et respectés par les établissements installés en France.

Notions clefs

« **Analyste financier**¹ » : toute personne physique ou morale produisant ou diffusant des recommandations dans l'exercice de sa profession ou la conduite de son activité.

« **Client**² » : toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement fournit des services d'investissement et/ou des services auxiliaires.

« **Conflit d'intérêts** » : situation dans laquelle l'analyste financier ou son employeur a un intérêt d'ordre matériel, professionnel, commercial, financier ou personnel qui vient concurrencer l'intérêt des investisseurs, lequel doit primer sur tout autre.

« **Emetteur**³ » : l'émetteur d'un instrument financier auquel une recommandation se rapporte directement ou indirectement.

« **Prestataire** » : les prestataires de services d'investissement, c'est-à-dire les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, au sens du code monétaire et financier (articles L. 531-1 à 531-9), produisant ou diffusant de l'analyse financière.

« **Recommandation**⁴ » : travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public.

« **Travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement**⁵ » :

une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une recommandation d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers,

NB : pour consulter l'ensemble des définitions, se reporter au **glossaire**.

¹ Définition de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 5°).

² Définition de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

³ Définition de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 6°).

⁴ *Ibid.* (article 1^{er} 3°).

⁵ *Ibid.* (article 1^{er} 4°).

SOMMAIRE

Avant propos	1
Objectifs visés	1
Notions clefs	2
Principes généraux	
Règle de conduite du prestataire	
Règles de conduite de l'analyste financier.....	4
Le rôle du déontologue dans le cadre de la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière.....	5
Le rôle du responsable de l'analyse financière dans le cadre de la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière.....	5
Les opérations personnelles de l'analyste financier.....	6
La rémunération de l'analyste financier.....	6
La mise en place de Murailles de Chine.....	7
Le franchissement de la Muraille de Chine	
Les conditions du franchissement de la Muraille de Chine	
Les conséquences du franchissement de la Muraille de Chine.....	7
L'information privilégiée.....	8
La communication de l'analyste financier	
Règles générales	
La communication entre analystes et émetteurs.....	9
Les périodes de restrictions de recherche en cas d'opérations financières (ou « quiet periods »)	10
Les mentions devant figurer dans le document d'analyse financière	10
La diffusion de l'analyse financière.....	11
La conservation des documents préparatoires.....	11
Annexe - Liste des mentions devant figurer sur le document d'analyse financière	12
Glossaire	17

Principes généraux

Règle de conduite du prestataire

Principe
1

Le **prestataire de services d'investissement** (ci-après le prestataire) doit se doter des procédures et des moyens adaptés à la détection et à la gestion des situations éventuelles de conflits d'intérêts en matière d'analyse financière.

Règles de conduite de l'analyste financier

Le comportement de l'analyste doit être guidé par trois principes généraux :

Principe
2

Respect de l'intégrité des marchés et des règles qui les gouvernent.

Respect de la primauté de l'intérêt des clients :

Principe
3

- l'analyste doit servir les **clients** avec sincérité, loyauté et équité ;
- l'avis de l'analyste doit être fondé sur des critères objectifs ;
- les analyses et conseils émis doivent être formulés avec clarté et refléter l'indépendance de jugement de l'analyste ;
- les analyses et conseils émis ne doivent pas être influencés par les différentes activités de l'établissement auquel appartient l'analyste ;
- l'analyste ne doit favoriser ni ses intérêts ni ceux de son employeur, ni ceux des émetteurs suivis au détriment des **clients** ;
- l'analyste doit, dans la mesure du possible, adapter son message au degré de qualification des destinataires de son étude (clientèle particulière ou institutionnelle) ;
- l'analyste doit clairement distinguer les faits des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles. Les hypothèses de résultat doivent être le fruit de la réflexion propre de l'analyste.

Principe
4

Loyauté vis-à-vis de son employeur et respect des règles internes de déontologie.

Le rôle du déontologue dans le cadre de la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière

Principe 5 Le **déontologue** a notamment pour rôle :

- de gérer les conflits d'intérêts ;
- d'assister et d'orienter, indépendamment de ses missions de contrôle, les **collaborateurs** du prestataire dans l'application des règles de bonne conduite. Le **déontologue** sensibilise tout particulièrement les analystes à la réglementation applicable en matière d'**information privilégiée**.

Principe 6 Le **déontologue** est l'un des garants de l'indépendance de l'**analyste financier**.

Principe 7 Le **déontologue** peut déléguer certaines de ses fonctions à un ou plusieurs responsables situés à un niveau opérationnel.

Le rôle du responsable de l'analyse financière dans le cadre de la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière

Principe 8 Le **responsable de l'analyse financière** est notamment chargé :

- de la production et du respect des règles de diffusion de l'analyse financière ;
- de la mise en œuvre des règles de bonne conduite définies avec le **déontologue**, auprès des analystes.

Principe 9 Il est l'un des garants, avec le **déontologue**, de l'indépendance de l'**analyste financier**.

Les opérations personnelles de l'analyste financier

Principe
10

L'analyste ne doit émettre, pour son propre compte, aucun ordre sur le ou les instrument(s) financier(s) de l'émetteur sur lequel porte l'analyse ; la même interdiction s'applique à l'ensemble des instruments financiers relevant du secteur auquel appartient l'émetteur.

Principe
11

Au cas où l'analyste viendrait à détenir des titres pour des raisons indépendantes de sa volonté (successions, titres détenus avant d'entrer dans la profession, ...), ou en cas de changement de secteur par l'analyste, il doit s'en ouvrir au **déontologue**, afin de déterminer la solution appropriée.

La rémunération de l'analyste financier

Principe
12

La rémunération de l'analyste ne doit en aucune façon être liée spécifiquement à une opération de la banque d'investissement à laquelle il participe.

Principe
13

Si un émetteur ou un tiers propose à l'analyste un cadeau ou un avantage de nature à affecter son indépendance et son jugement dans l'exercice de ses fonctions, l'analyste doit en informer le **déontologue**, qui décidera de la conduite à tenir.

La mise en place de Murailles de Chine

Principe
14

Afin de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles et/ou privilégiées, et participer ainsi à l'objectif de maîtrise des situations de conflits d'intérêts, le prestataire doit mettre en place au sein de son établissement des procédures connues sous le nom de " Murailles de Chine ".

Principe
15

L'information, quelle qu'elle soit, n'est transmise qu'aux **collaborateurs** qui en ont un réel besoin (principe du « *need to know* ») pour la bonne marche de leur activité professionnelle et/ou pour la bonne fin d'une transaction.

Le franchissement de la Muraille de Chine

Les conditions du franchissement de la Muraille de Chine

Principe
16

Le **franchissement de la Muraille de Chine** par l'analyste :

- ne peut être effectué qu'avec l'accord et sous le contrôle conjoint du **déontologue** et du **responsable de l'analyse financière** ;
- ne doit s'opérer que pour une opération spécifique, et pour la bonne fin de cette opération (respect du principe du « *need to know* »), pour autant que le service demandeur puisse justifier de la nécessité qu'il a de recourir aux services de cet analyste.

Principe
17

Le **déontologue** tient une liste des analystes qui ont franchi la **Muraille de Chine**.

L'analyste ayant franchi la **Muraille de Chine** :

Principe
18

- est personnellement informé de sa situation par le **déontologue** ;
- est considéré en possession d'informations confidentielles et/ou privilégiées ;
- ne peut pas publier d'analyse, sauf autorisation expresse du **déontologue** ;
- ne peut recouvrer sa liberté d'action qu'avec l'accord conjoint du **responsable de l'analyse financière** et du **déontologue** ayant autorisé le franchissement.

L'information privilégiée

Principe
19

L'utilisation et la communication d'informations privilégiées est passible de sanctions administratives et/ou judiciaires. L'analyste doit dès lors s'abstenir d'utiliser et de communiquer au sein de l'établissement, et/ou vers l'extérieur, les informations privilégiées dont il dispose.

Principe
20

Dès lors que l'analyste est en possession d'une **information privilégiée** en dehors du cadre du **franchissement de la Muraille de Chine**, il doit immédiatement en informer le **déontologue**. En cas de doute sur la nature de l'information qu'il détient, l'analyste doit également s'en ouvrir au **déontologue** sans délai.

La communication de l'analyste financier

Règles générales

Principe 21 L'analyste ne peut communiquer avec les **collaborateurs** de l'activité de banque d'investissement que sur des informations à caractère public, et selon une procédure définie par le **déontologue**.

Principe 22 Toute participation de l'analyste à un « **road show** » ou à toute autre opération marketing liée à une opération spécifique est soumise à une procédure définie par le **déontologue**.

Principe 23 Les services de la banque d'investissement ne peuvent se voir communiquer les projets de rapports d'analyse, sauf dans les cas visant à vérifier exclusivement l'exactitude de certains éléments financiers et sous le contrôle conjoint du **responsable de l'analyse financière** et du **déontologue**.

Principe 24 Toute communication avec les médias est encadrée par des procédures internes.

La communication entre analystes et émetteurs

Principe 25 En cas d'initiative de l'émetteur de nature à affecter l'indépendance de jugement de l'analyste, ce dernier doit s'en ouvrir au **déontologue**.

Principe 26 L'analyste peut transmettre son analyse avant diffusion à l'émetteur ou à son conseil pour relecture. Cette dernière ne peut porter que sur les seuls éléments à caractère factuel de l'analyse. En aucun cas, l'analyste n'est tenu par les observations formulées par l'émetteur ou son conseil à cette occasion. Les avertissements devant obligatoirement figurer dans la **recommandation** font état de cette communication.

Les périodes de restriction de recherche en cas d'opération financière

Principe
27

Lorsque le prestataire participe à une opération financière, des restrictions relatives à la production et à la diffusion de la recherche portant sur l'émetteur concerné par l'opération, sont mises en place dès que l'opération est publiquement annoncée, de façon à s'assurer que ladite recherche ne contienne aucune **recommandation** ou stratégie d'investissement.

Principe
28

Pendant la durée de l'opération financière, les publications de recherche sur l'émetteur, afférentes à des événements sans lien direct ou indirect avec l'opération, restent autorisées, sous le contrôle conjoint du **responsable de l'analyse financière** et du **déontologue**, sauf restriction contractuelle complémentaire.

Les mentions devant figurer dans le document d'analyse financière

Principe
29

Liste des mentions en annexe de ce document.

La diffusion de l'analyse financière

Principe
30

La diffusion de l'analyse doit respecter le principe d'égalité dans le traitement des **clients de même catégorie**. L'analyste doit notamment éviter de faire bénéficier de façon sélective un ou plusieurs **clients** de ses travaux de recherche, **recommandations** ou changements significatifs dans la **recommandation**, par priorité, avant que ces derniers soient diffusés à l'ensemble de la clientèle du prestataire.

Principe
31

Le prestataire établit une procédure déterminant selon quelles modalités les études et **recommandations** des analystes sont diffusées au sein de ses départements internes et aux **clients** extérieurs. En tout état de cause, aucun des départements internes du prestataire ne bénéficie d'une priorité.

Principe
32

Tout changement de **recommandation**, ainsi que toute nouvelle prévision ou **recommandation** doivent être gardés confidentiels jusqu'à leur diffusion.

Principe
33

Les changements dans les **recommandations** doivent être faits par écrit et obéir à des procédures internes.

La conservation des documents préparatoires

Principe
34

Les documents préparatoires à l'élaboration des publications diffusées sous la responsabilité d'un service d'analyse financière doivent être conservés pendant un délai de trois ans et tenus à la disposition de l'Autorité des Marchés Financiers.

ANNEXE - Liste des mentions à faire figurer sur le document d'analyse financière en cas de conflits d'intérêts

1. La liste ci-dessous expose l'ensemble des mentions devant obligatoirement figurer dans tout document d'analyse financière. Elle est issue du texte de la directive du 22 décembre 2003⁶ (il s'agit de l'une des mesures d'exécution de la directive « **abus de marché** »), qui fixe des normes pour la présentation équitable des **recommandations** d'investissement et la mention des conflits d'intérêts. Ce texte doit en principe être transposé en droit français avant le 12 octobre 2004.
2. Cette directive met à la charge des prestataires et analystes, l'obligation de faire figurer sur les **recommandations** une série détaillée de mentions.

La liste ci-dessous reprend la distinction établie par la directive entre :

- d'une part, les personnes qui produisent des **recommandations** d'investissement (qui doivent respecter des normes strictes) ;
- d'autre part, les personnes qui ne font que diffuser des **recommandations** produites par des tiers, soumises à un corpus de règles moins strictes.

Principes généraux

- S'agissant des **recommandations** formulées par voie orale (interventions radiophoniques, télévisuelles...), « les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que l'ensemble des exigences visées sont adaptées, afin de ne pas être disproportionnées en cas de **recommandations** non écrites⁷ ».
- S'agissant de l'ensemble des **recommandations**, à l'exclusion des **recommandations produites par un tiers**, « les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que la **recommandation** elle-même contient les mentions visées. Lorsque ces exigences risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la **recommandation** diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la **recommandation** elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces mentions sur un site Internet approprié du prestataire⁸ ».

⁶ Directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des **recommandations** d'investissement et la mention des conflits d'intérêts. Directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003, JOCE L 339 du 24/12/2003, p. 0073 – 0077.

⁷ Cette formulation est issue de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003.

⁸ Cette formulation est issue de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003.

Norme générale relative aux mentions devant figurer sur l'analyse financière

▮ Toute recommandation doit mentionner clairement et de façon bien apparente :

- l'identité de la personne responsable de sa production ;
- l'identité de la personne physique qui a élaboré la recommandation, et en particulier son nom et sa fonction ;
- l'identité de l'autorité compétente concernée.

▮ L'analyste doit veiller, avec une attention raisonnable, à ce que :

- les faits soient clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles ;
- toutes les sources soient fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, il convient de le signaler clairement ;
- toutes les sources importantes quant au fond de la recommandation soient indiquées comme il convient, y compris le nom de l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion ;
- l'ensemble des projections, prévisions et objectifs de cours soient clairement indiqués comme tels, et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées ;
- sur demande des autorités compétentes, il puisse démontrer le caractère raisonnable de toute recommandation ;
- toute base ou méthode utilisée pour évaluer un instrument financier ou l'émetteur d'un instrument financier, ou pour fixer l'objectif de cours d'un instrument financier, soit résumée d'une manière appropriée ;
- la signification de toute recommandation émise (telle que "acheter", "vendre" ou "conserver"), le cas échéant l'horizon temporel de l'investissement auquel se rapporte la recommandation, soit expliquée d'une manière adéquate ;
- tout avertissement approprié sur les risques (y compris une analyse de sensibilité des hypothèses retenues) soit indiqué ;
- il soit fait référence à la fréquence prévue, le cas échéant, des mises à jour de la recommandation ainsi qu'à toute modification importante de la politique de couverture précédemment annoncée ;
- la date à laquelle la recommandation a été diffusée pour la première fois aux fins de distribution soit clairement indiquée, ainsi que la date et l'heure du cours pour tout instrument financier ;
- lorsqu'une recommandation diffère d'une recommandation émise au cours des douze mois précédents concernant le même instrument financier ou le même émetteur, ce changement et la date de cette recommandation antérieure soient clairement indiqués.

Mention des conflits d'intérêts

■ L'analyste doit mentionner dans ses recommandations :

- les modalités administratives et organisationnelles adoptées par le prestataire afin de prévenir et éviter les conflits d'intérêts ;
- toutes les relations et circonstances de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation, en particulier :
 - lorsque le prestataire ou l'analyste a un intérêt financier significatif dans l'instrument financier faisant l'objet de la recommandation ou
 - lorsqu'il existe un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation.
- les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels :
 - auquel il est confronté
 - du prestataire, et/ou
 - des personnes morales qui leur sont liées,lorsque ces personnes en ont connaissance ou peuvent en avoir connaissance.
- les participations importantes du prestataire, de l'analyste, ou de toute personne morale qui leur est liée, dans le capital de l'émetteur, notamment :
 - lorsque le prestataire, l'analyste, ou toute personne morale qui leur est liée détient plus de 5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ;
 - lorsque l'émetteur détient plus de 5% de la totalité du capital émis du prestataire, de l'analyste, ou de toute personne morale qui leur est liée.

Les États membres peuvent prescrire des seuils inférieurs au seuil de 5 % prévu dans ces deux cas.
[NB : la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003, dont est issue la présente disposition, n'ayant pas encore été transposée en droit interne, il n'est pas à ce jour certain que le seuil de 5% prescrit par le texte de la directive soit le seuil effectivement retenu en droit français à l'issue de la transposition de la directive, fin 2004.]

- les autres intérêts financiers significatifs du prestataire, de l'analyste ou de toute personne morale qui leur est liée, en rapport avec l'émetteur.

Mention des conflits d'intérêts (suite)

Doit également être mentionné le cas échéant, par déclaration, le fait que :

- le prestataire ou toute personne morale qui lui est liée, est teneur de marché ou apporteur de liquidité pour le compte de l'émetteur ;
- le prestataire ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique ;
- le prestataire ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires (sauf si cela doit entraîner la divulgation d'informations commerciales confidentielles), et que l'accord a été en vigueur au cours des douze derniers mois ou a donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période ;
- le prestataire ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la [recommandation](#).

S'agissant des personnes physiques ou morales travaillant pour le compte du prestataire, dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui participent à l'élaboration de la [recommandation](#), il doit être fait mention du fait que leur rémunération est liée, le cas échéant, aux opérations de banque d'affaires effectuées par le prestataire ou toute personne morale qui lui est liée.

[**NB** : la mention qui figure ci-dessus est issue de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003. En droit français, la rémunération de l'analyste ne peut en aucune façon être liée spécifiquement à une opération de la banque d'investissement à laquelle il participe (article 3 de la décision CMF n° 2002-01). C'est pourquoi, la mention qui suit est sans objet concernant les documents d'analyses financières élaborées par des prestataires soumis au droit français.]

Lorsque l'analyste reçoit ou achète des actions de l'émetteur avant l'offre publique de ces actions, le prix et la date d'acquisition de ces actions doivent être mentionnés.

Le prestataire doit mentionner trimestriellement :

- la part que représentent les [recommandations](#) d' « acheter », de « conserver », de « vendre » ou de termes équivalents dans l'ensemble de ses [recommandations](#) ;
- la proportion d'émetteurs correspondant à ces catégories, et auxquels le prestataire a fourni des services de banque d'affaires importants au cours des douze derniers mois.

Recommandation produite par un tiers

▀ Le prestataire ou l'analyste qui diffuse une recommandation produite par un tiers doit :

- indiquer clairement son identité ;
- indiquer clairement le nom de l'autorité compétente dont relève le prestataire ;
- respecter les obligations applicables au producteur de la recommandation.

▀ Lorsqu'une recommandation produite par un tiers est substantiellement modifiée :

- elle indique clairement et de manière apparente la modification substantielle opérée. Lorsque la modification substantielle consiste à changer le sens directionnel de la recommandation (une recommandation d' « acheter » devenant une recommandation de « conserver » ou de « vendre » par exemple, ou inversement), la personne qui diffuse doit respecter l'ensemble des obligations applicables au producteur de la recommandation, obligations énoncées précédemment ;
- le prestataire diffusant cette recommandation doit disposer d'une politique écrite formelle, de façon à pouvoir indiquer aux destinataires où trouver l'identité du producteur de la recommandation, la recommandation elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts du producteur, pour autant que ces éléments sont publics.

▀ Dans le cas de la diffusion d'un résumé d'une recommandation produite par un tiers, le prestataire ou l'analyste diffusant ce résumé veille à ce que ce dernier :

- soit clair,
- ne soit pas trompeur,
- mentionne le document source,
- indique à quel endroit le public peut accéder directement et aisément aux mentions concernant ce document source, pour autant que celles-ci soient publiques.

CODE DE BONNE CONDUITE AFEI-FBF SUR LA GESTION DES CONFLITS D'INTERETS EN MATIERE D'ANALYSE FINANCIERE

Glossaire

A C D E F I L M N O P Q R S T

A

Activités de banque d'affaires (ou *corporate finance*) : il s'agit des activités de marché primaire (opération de conseil, de placement en qualité de chef de file ou de membre du syndicat ou de garantie sur des opérations d'introductions en bourse ou d'augmentations de capital), de conseil en matière d'opérations de structure de capital, de stratégie industrielle, conseil en matière d'offres, de fusions et de rachats d'entreprises.

Activités de banque d'investissement (ou *investment banking*) : les activités de banque d'investissement comprennent au minimum les [activités de banque d'affaires](#) (ou *corporate finance* ; voir ce terme) ainsi que les activités sur le marché secondaire (sur le(s) marché(s) actions et/ou obligations).

Analyste financier¹ : toute personne physique ou morale produisant ou diffusant des [recommandations](#) dans l'exercice de sa profession ou la conduite de son activité.

Analyse financière : Voir [Recommandation](#) et [Travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement](#).

Analyste *buy side* : contrairement à l'[analyste *sell side*](#), qui produit et diffuse de la recherche, l'analyste *buy side* ne fait que produire de l'analyse. Il est employé au sein d'entreprises utilisant l'analyse financière pour orienter leurs propres décisions d'investissement (fonds d'investissement, compagnies d'assurances, fonds de retraite...). Il apporte ainsi un avis aux gérants de portefeuilles privés ou collectifs, et contribue au développement des modèles d'allocations d'actifs.

¹ Définition de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 5°).

A

(Suite)

Analyste crédit (ou analyste risque) : de manière générale, l'analyse crédit porte sur la solvabilité d'un émetteur, sa capacité à faire face aux remboursements de sa dette. Il s'agit d'évaluer l'aptitude d'une entreprise à rembourser ses dettes lorsque celles-ci viennent à échéance, et, plus largement, son aptitude à faire face aux règlements impératifs (impôts, cotisations sociales, salaires...) requis pour assurer la continuité de son activité.

Les analystes « *crédit* » stricto sensu sont des spécialistes des risques de contrepartie exerçant leur activité dans les Directions de Risques. Ces derniers produisent de la recherche mais ne la diffusent pas.

Analyste *fixed income* (ou analyste sur produits de taux) : il émet une opinion sur la qualité des instruments financiers de dette cotés sur des marchés réglementés. Il produit et diffuse de la recherche. Dans certains établissements, les analystes *fixed income* sont inclus dans les analystes crédit.

Analyse fondamentale : méthode d'analyse utilisant les données économiques et comptables de la société afin d'évaluer ses perspectives et le cours de son action.

L'analyste sectoriel, qui est un analyste fondamental, suit en pratique les entreprises d'un secteur d'activité déterminé (nouvelles technologies, automobile, luxe...), dont il étudie l'environnement concurrentiel, les produits et les évolutions technologiques.

Analyste *sell side* : à l'opposé de l'[analyste *buy side*](#), qui ne fait que produire de la recherche, l'analyste *sell side* produit et diffuse de la recherche à destination des [clients](#). Il conseille les vendeurs et les [clients](#), et exerce son activité au sein d'entreprises d'intermédiation financière *lato sensu* (entreprises d'investissement, banques d'investissement). Les **analystes sur produits dérivés** sont des analystes *sell side*.

Analyse technique (ou analyse chartiste) : méthode d'analyse qui considère que l'évolution des titres financiers obéit à des lois qu'une étude détaillée des cours et des volumes peut mettre en évidence. Elle recherche dans les historiques de cours les comportements types face à une situation pour prévoir les évolutions des titres financiers. Il s'agit d'évaluer le potentiel d'une action ou d'un marché à partir d'un graphique retraçant l'évolution de son cours sur une période plus ou moins longue. Elle vise à formuler une opinion sur les tendances des indices.

C

Client² : toute personne physique ou morale à qui une [entreprise d'investissement](#) fournit des services d'investissement et/ou des [services auxiliaires](#).

Clients de même catégorie : cette notion est utilisée dans le cadre de la diffusion de l'analyse financière, laquelle doit en effet respecter un principe d'égalité dans le traitement des [clients](#) de même catégorie. Les catégories de [clients](#) peuvent être établies selon différents critères. La distinction la plus classique est celle opérée entre [clients](#) institutionnels et [clients](#) particuliers, mais d'autres critères de distinction peuvent être retenus, comme par exemple : le pays de diffusion de l'analyse, la langue de diffusion (les contraintes de traduction peuvent légitimement retarder l'envoi).

Collaborateur³ : personne physique placée sous l'autorité ou agissant pour le compte du prestataire dans le cadre de l'exercice des [services d'investissement](#), services connexes et services assimilés.

Communication de l'information (ou principe du *need to know*) : la communication entre [collaborateurs](#) au sein des établissements financiers est gouvernée par le principe du *need to know*, c'est-à-dire que l'information ne peut être transmise à un autre [collaborateur](#) que s'il en a besoin pour l'exécution de sa mission.

Il en est de même s'agissant du [franchissement de la muraille de Chine](#) par un [collaborateur](#) appartenant à un autre service. Il ne pourra s'opérer que si le service demandeur justifie de la nécessité qu'il a d'obtenir une information de la part de ce [collaborateur](#) pour la bonne marche de ses activités professionnelles ; et la circulation de l'information entre ces [collaborateurs](#) sera ici encore limitée à l'information strictement nécessaire.

Communication externe : toute communication, quelle que soit sa forme, avec un tiers à l'établissement (contacts avec les [clients](#), les émetteurs, les [medias](#)).

Communication interne : toute communication, quelle que soit sa forme, avec les [collaborateurs](#) du même ou d'autres départements du prestataire.

² Définition de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

³ Définition de l'article 3-1-3 du règlement général du CMF.

C

(Suite)

Conseil en investissement⁴ : il s'agit de la fourniture de **recommandations** personnalisées à un **client**, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers.

Corporate finance : Voir **Activités de banque d'affaires**.

Conflit d'intérêts : situation dans laquelle l'**analyste financier** ou son employeur a un intérêt d'ordre matériel, professionnel, commercial, financier ou personnel qui vient concurrencer l'intérêt des investisseurs, lequel doit primer sur tout autre.

D

Déontologue⁵ : « Le responsable de la fonction déontologique, ci-après le **déontologue**, contribue, conformément à l'article 2-4-15, à assurer le respect des règles de bonne conduite applicables à l'exercice des services d'investissement, des services assimilés ou des services connexes visés à l'article 2-1-1, par le prestataire habilité et ses mandataires. Il veille au respect de ces mêmes règles par les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte du prestataire dans le cadre de l'exercice des services mentionnés à l'article 2-1-1. Ces personnes physiques sont dénommées ci-après "**collaborateurs**".

Le **déontologue** a notamment pour rôle :

- 1° L'identification des dispositions d'ordre déontologique nécessaires au respect des règles de bonne conduite ;
- 2° L'établissement, en conséquence, d'un recueil de l'ensemble des dispositions déontologiques que doivent observer le prestataire habilité, les personnes agissant pour son compte ou sous son autorité et ses mandataires, mentionnés au 1° de l'article 2-1-3, agissant dans le cadre du service d'investissement exercé par le prestataire habilité ;
- 3° La diffusion de tout ou partie des dispositions citées au 2° auprès des **collaborateurs** et des mandataires du prestataire habilité ;
- 4° Le contrôle du respect par le prestataire habilité, ses **collaborateurs** et ses mandataires de l'ensemble des règles de bonne conduite et la mise en oeuvre des dispositions appropriées en cas de manquement à ces règles ;
- 5° La réalisation, indépendamment des missions de contrôle, de missions d'assistance et d'orientation ayant pour objet de guider les **collaborateurs** du prestataire habilité pour l'application des règles de bonne conduite.

Le **déontologue** peut déléguer certaines de ses fonctions à un ou plusieurs responsables situés à un niveau opérationnel. »

⁴ Définition de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (article 4).

⁵ Définition de l'article 3-1-3 du règlement général du CMF.

E

Emetteur¹ : l'émetteur d'un instrument financier auquel une [recommandation](#) se rapporte directement ou indirectement.

Entreprise d'investissement² : toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel.

F

Franchissement de la Muraille de Chine : Voir [Muraille de Chine](#)

I

Information confidentielle : information non publique qui concerne un émetteur dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé. L'information est confidentielle dès lors qu'elle n'a pas été rendue publique.

Information privilégiée³ : une information à caractère précis non rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Pour les instruments dérivés sur produits de base, on entend par "[information privilégiée](#)", une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés.

Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, on entend également par "[information privilégiée](#)" toute information transmise par un [client](#) et ayant trait aux ordres en attente du [client](#), qui est d'une nature précise, qui se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

¹ Définition de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des [recommandations](#) d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 6°).

² Définition issue de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (article 4).

³ Définition de la directive 2003/06/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (article 1^{er}, 1°).

I
(Suite)

Investment banking : Voir [Activités de banque d'investissement](#).

L

Liste d'interdiction⁹ (ou *restricted list*) : elle recense les instruments financiers sur lesquels, compte tenu des autres activités du prestataire et des opérations génératrices de conflits d'intérêts, le prestataire s'abstient d'intervenir pour son compte propre et/ou de diffuser une analyse financière.

Liste de surveillance¹⁰ (ou *watch list*) : elle recense les instruments financiers sur lesquels le prestataire dispose d'une information sensible rendant nécessaire une vigilance particulière de la part du [déontologue](#). Le [déontologue](#) apprécie les conséquences que doit comporter, pour les analystes financiers, l'inscription d'un instrument financier sur la [liste de surveillance](#).

M

Muraille de Chine (ou *Chinese wall*) : mesures d'organisation interne et procédures existant au sein des établissements multi-capacitaires et destinées d'une part, à maîtriser les situations de conflits d'intérêts (conflits entre les intérêts des [clients](#) et ceux de l'établissement ou conflits entre départements exerçant différents services pour le même [client](#), voire entre plusieurs [clients](#) du même établissement), et d'autre part, à prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, en assurant une séparation (physique et/ou informationnelle) entre les différents départements de l'établissement.

Franchissement de la Muraille de Chine : il y a [franchissement de la Muraille de Chine](#) dans l'hypothèse où un service (ou un département) de l'établissement a besoin du concours d'un [collaborateur](#) appartenant à un autre département, séparé du premier par une [Muraille de Chine](#). Dans ce cas, le [collaborateur](#) est appelé à « franchir » la [Muraille de Chine](#) qui sépare ces deux départements.

Le franchissement peut être physique (le [collaborateur](#) allant s'installer dans les locaux du département d'accueil où il peut être exposé à de nombreuses informations à caractère confidentiel) et/ou informationnel (le [collaborateur](#) ne change pas de locaux, il y a uniquement transmission d'informations entre les [collaborateurs](#) de ces services).

N

Need to Know : Voir [Communication de l'information](#)

⁹ Voir l'article 3-1-10 du règlement général du CMF.

¹⁰ Définition de l'article 3-1-9 du règlement général du CMF.

O

One to one : rencontre privée entre deux personnes par exemple entre le prestataire et un émetteur, ou entre un émetteur et un analyste.

P

Période de restriction de recherche (ou *quiet periods*) : les périodes de restriction de recherche sont des périodes qui encadrent une opération financière (offre publique, introduction en bourse...) et pendant lesquelles l'[analyste](#) ne peut publier aucune recommandation sur l'émetteur concerné par ladite opération.

Prestataire de services d'investissement (PSI) : les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui ont reçu un agrément pour fournir des [services d'investissement](#)¹¹. Les services et activités d'investissement sont au nombre de huit¹²:

1. Réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers,
2. Exécution d'ordres au nom de [clients](#),
3. Négociation pour compte propre,
4. Gestion de portefeuille,
5. [Conseil en investissement](#),
6. Prise ferme d'instruments financiers et/ou placement d'instruments financiers avec engagement ferme,
7. Placement d'instruments financiers sans engagement ferme,
8. Exploitation d'un système multilatéral de négociation (MTF).

Q

Quiet period : Voir [Période de restriction de recherche](#)

¹¹ La définition légale des [prestataires de services d'investissement](#) figure à l'article L. 531-1 du code monétaire et financier.

¹² La liste est donnée par la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») : annexe I (liste des services des activités, et des instruments financiers), section A (Services et activités d'investissement).

R

Road show : rencontre organisée par l'[entreprise d'investissement](#) entre des représentants d'un émetteur et des investisseurs potentiels afin que l'émetteur puisse leur présenter sa société.

Recommandation¹³ : [travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement](#) explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public.

Responsable de l'analyse financière : fonction introduite par la décision CMF n° 2002-01 du 27 mars 2002 relative aux prescriptions applicables aux prestataires produisant et diffusant des analyses financières. Selon l'article 2 de cette décision : « *exerce la fonction de [responsable de l'analyse financière](#) la personne physique sous l'autorité de laquelle la production et la diffusion de l'analyse financière sont placées* ».

S

Sales pitch : tout contact de la banque d'affaires (*Voir ce terme*) avec un [client](#) afin de lui proposer ses services pour la réalisation éventuelle d'une opération financière.

Services auxiliaires : ces services ne peuvent être fournis que conjointement à un service d'investissement et/ou à une activité d'investissement. Les [services auxiliaires](#) sont au nombre de sept¹⁴ :

1. Conservation et administration d'instruments financiers pour le compte de [clients](#), y compris la garde et les services connexes, comme la gestion de trésorerie / de garanties ;
2. Octroi d'un crédit ou d'un prêt à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments financiers, dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ;
3. Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes, conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ;
4. Services de change lorsque ces services sont liés à la fourniture de services d'investissement ;
5. Recherche en investissements et analyse financière ou toute autre forme de [recommandation](#) générale concernant les transactions sur instruments financiers ;
6. Services liés à la prise ferme ;

¹³ Définition de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des [recommandations](#) d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 3°).

¹⁴ La liste est donnée par la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») : annexe I (liste des services des activités, et des instruments financiers), section B ([services auxiliaires](#)).

S

(Suite)

7. Les services et activités d'investissement de même que les [services auxiliaires](#) du type inclus dans la section A ou B de l'annexe I concernant le marché sous-jacent des instruments dérivés inclus dans la section C, points 5, 6, 7 et 10, lorsqu'ils sont liés à la prestation de services d'investissement ou de [services auxiliaires](#).

Services d'investissement : Voir [Prestataire de Services d'Investissement](#)

Syndicat « financier » : réunion de plusieurs [prestataires de services d'investissement](#) qui conviennent d'effectuer ensemble une opération portant sur des valeurs mobilières. Des syndicats financiers sont souvent créés à l'occasion d'une émission de titres (constitution d'une société, augmentation de capital, émission d'obligations), on parle alors de syndicat d'émission (il s'agira selon la situation d'un syndicat de placement, d'un syndicat de garantie ou d'un syndicat de prise ferme). Mais des syndicats financiers se constituent également dans d'autres cas, par exemple à l'occasion d'une introduction en bourse¹.

T

Travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement²:

une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l'activité principale consiste à produire des [recommandations](#), ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une [recommandation](#) d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers.

¹ **NB** : il n'existe pas de texte régissant les syndicats financiers.

² Définition de la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des [recommandations](#) d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (article 1^{er} 4°).