
Réflexions sur la déontologie des activités financières

Hubert de LA BRUSLERIE Professeur à l'université de Paris-Nord

« **L**e développement des marchés financiers repose avant tout sur la confiance des investisseurs. Il importe donc que l'activité des intermédiaires soit organisée en vue de préserver l'intégrité du marché. » Comment ne pas souscrire d'emblée au préambule du document de travail de la Commission des opérations de bourse (COB), au sujet de la déontologie financière¹ ! Au-delà des grands principes, les problèmes de déontologie des activités financières ne peuvent être simples et appellent très vite, une série de questions d'application ne serait-ce qu'à la lecture de cette déclaration liminaire et apparemment limpide de la COB.

● Puisqu'il est fait mention d'un processus de développement, qu'est-ce qu'un marché financier « développé » ? Il s'agit là d'un problème délicat, d'organisation des marchés d'actifs monétaires et financiers. S'agit-il d'une forme de marché boursier localisé ou d'une forme de marché de gré à gré, délocalisé (*over-the-counter* ou OTC) ?

● De quels investisseurs parle-t-on ? Des grands investisseurs institutionnels ou des petits épargnants individuels ? Existe-t-il un investisseur-type sur lequel on puisse fonder une réglementation et des règles déontologiques ?

● Organiser l'activité des marchés financiers est souhaitable dans l'absolu. Cependant, quelle répartition des rôles entre organisation et auto-discipline retenir ? La réglementation par les autorités de tutelle est un mode d'organisation. Le respect de règles déontologiques claires et acceptées par la communauté financière est un mode d'auto-organisation. Faut-il privilégier l'un ou l'autre ? Ou les deux ?

● Le respect de l'intégrité est un objectif souhaitable. Mais de quelle intégrité s'agit-il ? L'intégrité du marché, répond la COB. Cette notion ample mérite pour le moins quelques précisions. Ne faut-il pas mentionner aussi qu'il est nécessaire d'assurer l'intégrité des intervenants ?

Toutes ces questions se posent aujourd'hui avec une acuité accrue à la suite du développement spectaculaire de la place financière de Paris. L'idée que l'on s'attachera à défendre est la suivante : des règles déontologiques sont nécessaires et elles doivent éviter de s'appuyer sur des leurres. Le contenu de ces règles doit concerner aussi bien la déontologie institutionnelle que la déontologie personnelle des intervenants.

1 - COB. *Etude sur la déontologie des activités financières, décembre 1986.*

D É O N T O L O G I E

DES RÈGLES DÉONTOLOGIQUES : UNE NÉCESSITÉ

La déontologie est à la fois un complément et un substitut à la réglementation. Tous les marchés financiers domestiques sont réglementés par les pouvoirs publics. Ceux-ci, comme le reconnaît la COB, ont pour mission de fixer les grands principes de fonctionnement du marché et d'en assurer le respect. La tendance générale de par le monde est néanmoins à la déréglementation. Cela signifie que la communauté financière souhaite disposer, au-delà d'un espace réglementé, d'un terrain d'application où elle puisse faire montre de sa capacité d'auto-organisation et de créativité. La réglementation s'arrêtant aux principes généraux, l'auto-discipline prend le relais pour ce qui concerne les problèmes pratiques rencontrés dans le fonctionnement du marché ou dans les relations entre investisseurs et intermédiaires. La capacité d'auto-organisation des marchés doit s'appuyer sur un corps de règles déontologiques admises par la communauté financière. Le souhait de la quasi-totalité des intervenants sur les marchés est d'éviter une réglementation de son fonctionnement et de son activité qui soit tatillonne, étouffante et toujours dépassée. C'est à la déontologie d'occuper l'espace laissé par la nécessaire limitation du recours à une réglementation externe. Il existe sur les marchés financiers une dialectique de fait entre réglementation et préoccupations déontologiques. Ce n'est pas un hasard si des scandales récents, ou l'absence de toutes références à des normes de comportement, ont remis en avant l'idée d'une certaine re-réglementation des marchés financiers, notamment sur les marchés financiers internationaux².

La dialectique réglementation/auto-discipline peut aller fort loin puisque certains marchés financiers internationaux ne sont soumis à presque aucune réglementation étatique. Les émissions euro-obligataires, le marché secondaire euro-obligataire sont entièrement organisés sur la base de règles de déontologie professionnelle. La fonction d'auto-surveillance est remplie par l'AIBD (*Association of international bond dealers*), qui édicte des règles dont l'ensemble forme un véritable code de bonne conduite sur le marché primaire (*International primary market association*) et sur le marché secondaire (*Secondary market association*). Les autorités boursières britanniques ont à la fois reconnu et sanctionné cet état des choses en conférant le statut de bourse de valeurs au marché obligataire auto-organisé situé à Londres (*Self regulated organisation*).

L'évolution globale des marchés internationaux révèle que ceux d'entre eux qui fonctionnent de gré à gré, en laissant une large part à l'auto-organisation, connaissent un développement spectaculaire. Ainsi par exemple, le marché secondaire euro-obligataire a-t-il connu en 1987 un volume de transactions de plus de 5 000 milliards de dollars. En France même, un marché d'options de gré à gré sur emprunt notionnel a émergé quelques mois après l'ouverture du Matif. Totalemment *over-the-counter*, avec les limites que cela peut comporter en terme de sécurité des engagements pris, ce marché d'options étant crédité d'un volume journalier de l'ordre de 10 000 contrats. Depuis son émergence, ce marché totalement spontané a fonctionné sans heurts, ni incidents notables pour les utilisateurs. Il faut cependant que le dynamisme multiforme des marchés financiers OTC s'accompagne parallèlement de la production de règles déontologiques destinées à donner aux intervenants des normes de comportement pratique.

Une raison d'opportunité existe pour doter la place financière de Paris d'un corps de règles déontologiques modernes. La qualité déontologique des intervenants

2 - Cf. *Euromoney*, 1987, div. livraisons.

D É O N T O L O G I E

est un des éléments fondamentaux qui fait la réputation d'une place financière au niveau international. L'ouverture extérieure est une donnée des marchés financiers actuels. L'unification européenne prévue pour 1992 est là pour rappeler cette contrainte. La concurrence entre places financières pour attirer et gérer l'épargne se fera aussi en comparant la qualité déontologique des services qui sont offerts aux investisseurs domestiques et internationaux. Or, à ce niveau, la production d'un ensemble de règles déontologiques claires et modernes peut être un argument puissant en faveur de Paris. Il y a tout intérêt à profiter des réflexions de la place en la matière pour accélérer la mutation du système financier français.

Chasser les brebis galeuses

La réputation déontologique est un facteur structurel qui se construit dans le long terme et qui explique la demande de services financiers de la part des investisseurs. Les scandales répétitifs à New York en matière de délits d'initiés font mauvais genre et pénalisent l'ensemble de l'industrie financière³. Certaines pratiques, pas toujours très morales, des banques suisses commencent à être connues, en matière de recyclage passif de l'argent « sale »⁴.

Or, les manquements de quelques-uns contribuent à jeter le discrédit sur la réputation des autres. Le marché à terme de marchandises de Paris porte encore la marque du krach de 1974. Quelques affaires récentes font que les commissionnaires agréés, et la Bourse de commerce dans son ensemble, souffrent toujours d'une certaine suspicion de la part des investisseurs. Le message doit être clair : il faut impitoyablement chasser les brebis galeuses et faire en sorte que la place financière de Paris se dote de standards déontologiques de niveau international.

Le professionnalisme est l'essence même d'une industrie financière moderne. Les conditions du succès international d'une place financière sont simples : compétence et formation des hommes, respect d'un certain niveau de déontologie, volonté d'assurer un service de qualité aux investisseurs les plus dynamiques, présence d'une gamme cohérente d'actifs monétaires et financiers, présence d'une assise technique sérieuse⁵.

Dans un tel environnement, quelles sont les conditions que doit remplir un marché financier que nous qualifierons de « moderne ». Celui-ci doit, tout à la fois :

- Etre continu : il faut offrir aux investisseurs la possibilité d'effectuer des transactions plusieurs fois par jour, et non pas ponctuellement comme dans le cadre d'un marché de *fixing*.

- Etre transparent : les prix concurrentiels à l'achat et à la vente doivent être affichés et diffusés à l'intention de la communauté des intermédiaires et des investisseurs.

- Donner aux investisseurs professionnels la possibilité de connaître à peu près leur prix d'exécution lors de la passation d'un ordre. Un investisseur professionnel ne peut

3 - A l'inverse, une attitude ferme et déterminée des autorités de marché visant à réprimer les manquements déontologiques constitue un élément rassurant pour les investisseurs.

4 - La convention de diligence signée en 1977 interdit aux banques suisses l'ouverture de comptes sans l'identification de « l'ayant droit économique ». Une société fiduciaire, un avocat, ou un notaire suisses peuvent néanmoins ouvrir un compte sans dévoiler l'identité de leur mandant. Il leur suffit de déclarer qu'à leur connaissance le mandant ne recourt pas abusivement au secret bancaire. Le tour est ainsi joué, aboutissant à ce que l'on appelle les comptes fiduciaires dont le montant, énorme, est difficile à évaluer.

5 - Comment ne pas souligner ce point ! Une exécution matérielle des transactions rapide et fiable est un standard qui s'impose. Ce n'est pas actuellement, semble-t-il, le cas du service de virement de titres offert par la Sicovam sur le marché financier. On entend trop parler d'ordinateurs en panne sur la place de Paris. Se retrancher derrière ces excuses est la manifestation d'un certain amateurisme.

D É O N T O L O G I E

admettre d'ignorer le prix futur de sa transaction. Sur les marchés de *fixing* intermittent, par exemple en matière obligataire, un investisseur peut apprendre qu'il a été exécuté à 103 % alors qu'il attendait 104 %. Un tel écart n'est pas compatible avec le niveau de professionnalisme et de sophistication des grands investisseurs institutionnels. Un marché délocalisé fonctionnant par contrepartie offre l'avantage de pouvoir décider d'un ordre après affichage des cours acheteurs et vendeurs du teneur de marché. Tel est le cas de la majorité des grands marchés obligataires mondiaux. Un marché boursier localisé peut aussi offrir ce service en organisant une exécution rapide des ordres sitôt après leur passation par l'investisseur. Le rôle des intermédiaires est ici fondamental. Il faut que ceux-ci, interrogés par téléphone sur le niveau des cours, puissent, en cas de réception d'ordres importants, obtenir une exécution à des cours proches de ceux annoncés. Trop attendre, ou négliger l'ordre de son client, expose ce dernier au risque d'un mouvement contraire des prix sur un marché continu. La notion de qualité d'exécution d'un ordre est essentielle. Il s'agit d'un véritable service offert aux investisseurs professionnels par les intermédiaires sur les marchés financiers. Ce qu'il faut assurer est tout le contraire d'un enregistrement administratif d'ordres à exécuter dans un futur plus ou moins lointain à un prix plus ou moins incertain.

■ Reconnaître le fait commercial. Un marché financier offre un service à ses usagers : celui de la liquidité. Les donneurs d'ordres jugent la qualité globale de ce service : niveau des frais de transaction, rapidité d'exécution, capacité d'absorber des ordres importants, continuité des cours. Des relations de nature commerciale s'instaurent entre les intermédiaires et les investisseurs sur les marchés financiers. Une concurrence très vive se manifeste entre les intermédiaires pour se constituer une clientèle rentable d'investisseurs. Les frais de transactions se négocient au profit des clients importants. Un investisseur institutionnel réclamera et obtiendra dans de telles conditions une qualité de service sans commune mesure avec celle assurée au petit épargnant⁶. Les marchés financiers eux-mêmes se font concurrence, illustration du fait qu'il existe bien une dimension commerciale à cette activité. Il est arrivé, aux Etats-Unis que plusieurs marchés de *futures* cotent le même contrat à terme. La concurrence joue au profit des marchés financiers les plus performants. Il existe un réel danger de voir une partie des transactions sur actifs financiers domestiques se délocaliser à Londres suite aux imperfections ou à la lourdeur de certains marchés nationaux⁷.

17

ÉVITER LES LEURRES

Un corps de règles déontologiques adapté au fonctionnement de marchés financiers parvenus à maturité devrait s'articuler sur les caractéristiques ci-dessus. Il devrait aussi s'attacher à éviter les leurres.

■ L'égalité des épargnants est un leurre. Les investisseurs ne sont pas égaux. Les marchés financiers modernes sont des marchés d'investisseurs professionnels : institutionnels, gérants de portefeuille, arbitragistes, banques de trésorerie, commis d'agents de change... La concentration des ordres en provenance des investisseurs institutionnels est une réalité sur l'ensemble des marchés financiers, à l'exception des marchés d'actions. En France, plus de 80 % des souscriptions obligataires

⁶ - Rappelons que le point de départ de la déréglementation financière aux Etats-Unis fut en 1975 la décision de rendre les frais de transaction négociables, en remplacement d'un système de droits de courtage fixes.

⁷ - C'est déjà le cas pour une large partie du marché des obligations d'Etat allemandes et hollandaises, et pour une partie du marché des OAT (cf. *Euromoney*, Janv. 1988).

D É O N T O L O G I E

proviennent d'institutionnels (Assurances, Caisse des Dépôts, fonds d'investissement collectifs, etc.). Les montants unitaires échangés augmentent régulièrement, ils s'expriment en dizaines de millions de francs pour les obligations⁸. Les épargnants individuels encore présents sur le marché des émissions, le sont beaucoup moins sur les marchés secondaires. Ils ont tendance à détenir leur titres en faisant relativement peu « tourner » leur portefeuille. La situation des investisseurs institutionnels est exactement inverse. Le mythe capitaliste de l'épargnant individuel correspond de moins en moins à la réalité du fonctionnement quotidien des grands marchés financiers.

Le mythe de l'égalité, une vision passéiste

Il n'est pas cohérent, dans ces conditions, de prétendre organiser les marchés financiers et fixer des règles déontologiques en se « calant » sur l'épargnant individuel. Or, c'est bien à cela qu'aboutit le principe d'égalité de traitement mis en avant par la COB. Vouloir préserver le mythe de l'égalité entre un investisseur institutionnel important et le « pharmacien de Carpentras », ou le « dentiste belge », revient à adopter une vision passéiste du marché financier. La qualité du service de liquidité ne peut pas être la même entre l'investisseur qui souhaite acquérir l'équivalent de 10 millions de francs de titres et celui qui désire acheter 5 actions ou 5 000 francs d'obligations. Vouloir coûte que coûte, par principe, assurer un niveau de prestation égal pour tous conduit à abaisser la qualité des services offerts aux investisseurs professionnels. L'égalité est un concept civique, non un principe financier. Sur un marché, un ordre de 100 francs pèse 10 fois plus dans la formation du prix qu'un ordre de 10 francs.

■ L'inégalité de fait entre intervenants est déjà consacrée par la dégressivité des frais de transaction. A la bourse de Paris, au-delà des tarifs officiels de courtage, la pratique des rétrocessions permet de négocier jusqu'à 95 % des commissions. Les intervenants importants sur le marché obligataire utilisent largement leur pouvoir de négociation vis-à-vis des agents de change. Une inégalité de traitement en terme de frais de transaction existe sur le quasi-totalité des marchés financiers modernes. Il peut même se produire des situations proches du scandale. La convention de courtage, entrée en vigueur en 1986 en Suisse, a augmenté très fortement les frais prélevés en cas de transactions : un minimum de 80 francs suisses (environ 360 francs français) a été institué pour les opérations concernant les titres étrangers⁹. Pour acheter, ou vendre, des actions étrangères (et l'on sait que les gérants de fortune suisses ont un attrait pour les actions étrangères, surtout américaines), il en coûte 2,5 % de frais de transaction. Un aller-retour revient donc à plus de 5 %¹⁰. Les ordres importants bénéficient toutefois d'un barème dégressif : au-delà de 300 000 francs suisses (environ 1,2 million de francs français), les courtages sont totalement négociables. Le paradoxe vient de ce que les frais de transaction officiels avant l'adoption du nouveau barème étaient identiques en pourcentage pour tous. Il en est de même sur les marchés OTC. Les grands investisseurs institutionnels ont un accès direct aux *market makers*. Ils peuvent les mettre en concurrence et obtenir ainsi des fourchettes de cours acheteur-vendeur plus favorables.

Il est logique que l'inégalité en terme de frais de transaction se retrouve aussi

8 - Il serait utile à ce propos de disposer d'une analyse de la répartition des ordres selon leur taille.

9 - Cela signifie que pour aboutir à un taux de courtage plus décent de 1 %, le montant unitaire de l'ordre doit être d'environ 36 000 francs français. Le petit porteur appréciera.

10 - Pour être complet, il faudrait aussi tenir compte des droits de timbres fédéraux et cantonaux.

D É O N T O L O G I E

au niveau de la qualité du service offert par les intermédiaires. C'est la même démarche commerciale qui prévaut. Les règles déontologiques doivent en prendre acte. La qualité du service (connaissance préalable des cours, rapidité et fiabilité d'exécution) doit aussi être différenciée entre les investisseurs importants et les petits donneurs d'ordres occasionnels. La conséquence pratique sur les marchés boursiers est qu'il n'est pas choquant qu'un intermédiaire désire exécuter en priorité les transactions d'un de ses importants clients, et donc ne respecte pas l'ordre séquentiel de présentation des ordres au marché¹¹. C'est l'inverse qui nous semblerait peu défendable : peut-on imaginer un épicier, qui vend 13 œufs à la douzaine, se voir obliger d'en donner le douzième à tout acheteur d'un œuf isolé ? L'inégalité dans la qualité du service offert est déjà sanctionnée dans l'organisation de certains marchés boursiers. Les « petits ordres » y font l'objet d'un circuit à part : routage et traitement entièrement informatisé sur certains marchés de contrats à Chicago, affectation automatique à des intermédiaires spécialisés (*odd lots brokers*) au *New York stock exchange*.

■ S'il faut accepter une inégalité de traitement entre intervenants sur les marchés financiers, peut-on déontologiquement accepter la tonte des petits épargnants ? Assurément non. Il faut pour éviter cela imaginer plusieurs mesures :

— un affichage clair des frais de transaction prélevés par les intermédiaires financiers ou les banques à l'occasion d'opérations. La diffusion, au moins une fois par an, auprès des détenteurs de comptes-titres des conditions et des droits de courtage prélevés par l'intermédiaire dépositaire du compte. La COB pourrait prévoir un document normalisé à cet effet ;

— la fixation sous l'autorité de la COB d'un taux de courtage maximal, compte tenu des coûts des intermédiaires et de l'état de développement de la place. L'objectif est ici d'éviter que n'apparaissent des taux ou des droits qui évoquent davantage sur certains marchés financiers étrangers le massacre de la petite épargne que sa protection¹² ;

— une nouvelle incitation à regrouper les investisseurs particuliers dans le cadre de fonds d'investissement. La gestion collective est le moyen offert à l'épargne individuelle pour profiter des conditions de traitement favorables de l'investisseur institutionnel. La reconnaissance de cet état de fait est un argument que les circuits de collecte (banques, etc.) pourront mettre objectivement en avant afin de maintenir l'épargne particulière dans des instruments collectifs. Le développement et le niveau d'encours des OPCVM apparaissent comme un acquis positif du système financier français qu'il convient de souligner.

19

DÉONTOLOGIE INSTITUTIONNELLE

Les problèmes de déontologie sont généralement liés à l'existence de capacités multiples au sein d'un même établissement. Les institutions bancaires et financières (agents de change, courtiers, établissements de crédit, sociétés de gestion, etc.) cherchent à réunir, au sein d'un même groupe, des compétences diverses se rapportant à des métiers différents. Les grandes banques, par exemple, exercent la plupart du temps les activités suivantes : émission de titres, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, gestion de positions de titres pour leur compte, commercialisation de produits financiers, négociation sur les marchés financiers et

¹¹ - Les marchés OTC n'ont pas ce genre de problème puisque la teneur de marché s'oblige à transacter immédiatement avec le client qui l'interroge sur sa fourchette de prix.

¹² - Il arrive couramment que les frais totaux d'entrée dans les fonds mutuels britanniques s'élèvent à 6, voire à 7 %.

D É O N T O L O G I E

contrepartie, prestation de services administratifs (gestion des comptes-titres de clients, exécution des opérations), activité de conseil (juridique, fiscal et financier), activité traditionnelle de crédit. La combinaison de ces différentes activités répond au désir d'offrir une gamme complète de services à la clientèle. Elle découle d'une logique économique et commerciale qui se traduit par un meilleur service à un moindre coût pour l'investisseur. Il ne s'agit en aucune manière de mettre en cause le principe de la capacité multiple, mais de signaler certaines de ses limites.

Capacité multiple et conflits d'intérêts

L'inconvénient majeur de la capacité multiple est fort bien décrit dans le document de la COB : les intermédiaires financiers agissent alors concurremment pour leur propre compte et pour le compte de tiers. Leur intérêt n'est pas forcément celui de leurs clients. Il existe aussi un risque de conflit d'intérêt d'une autre nature lorsque le même intermédiaire financier agit simultanément pour le compte de plusieurs clients. Dans la pratique, les occasions de conflits d'intérêt entre intermédiaires et clients sont multiples. Elles concernent les opérations qui touchent à la fois un compte-maison et un compte-client dans l'exercice de capacités différentes. Par exemple : l'émission de valeurs mobilières par une banque et leur placement dans des portefeuilles gérés ; la contrepartie d'une transaction concernant un portefeuille géré pour le compte d'un client ; l'affectation de positions de titres entre les comptes-maison et les comptes-clients (dans le cadre de transactions sur le marché gris ou sur le marché secondaire) ; l'utilisation de l'encaisse-titres des portefeuilles-clients pour accroître le crédit de l'intermédiaire.

La COB distingue aussi l'existence de conflits d'intérêt entre plusieurs clients. Par exemple, comment doit-on ventiler entre différents portefeuilles-clients un bloc de titres acquis dans de bonnes conditions ? Un gérant peut-il favoriser un de ses clients ? On mentionnera enfin un troisième type de conflit : un conflit de pouvoir peut se produire lorsque, par exemple, l'intermédiaire est en position d'exercer un pouvoir important au sein d'une société. Une banque peut-elle être juge et partie dans une OPA qu'elle a contribué à monter, lorsqu'elle possède des mandats de gestion sur des portefeuilles contenant les titres en cause ?

L'apparition des conflits d'intérêt a pour origine l'exercice de mandats de gestion pour le compte de tiers. Une compagnie d'assurance qui, à la fois, fait de la contrepartie et gère son propre portefeuille, n'est pas en position de conflit d'intérêt. Il ne s'agit alors que d'opérations de transfert internes qui ne jouent pas au niveau du résultat global.

L'acceptation d'un mandat de gestion engage la responsabilité fiduciaire de l'intermédiaire financier mandataire et le soumet à trois obligations de nature déontologique : l'*obligation de diligence*, qui consiste à accorder toute l'attention nécessaire afin de servir le ou les clients ; l'*obligation de loyauté* vis-à-vis du mandant ; et l'*obligation de prudence*, qui consiste à apprécier globalement les risques encourus dans le cadre de la gestion par rapport à un niveau de risque tolérable pour les mandants.

Le principe général à retenir ici est de *servir l'intérêt du client de manière professionnelle*. L'intérêt du client s'impose au gérant de portefeuille. Faut-il dire qu'il s'impose en priorité, avant toute autre chose ? Cela impliquerait alors de limiter à un seul le nombre de mandat de gestion par gérant, car dans le cas contraire lequel deviendrait prioritaire ? En pratique, les gérants sont titulaires de plusieurs mandats de gestion. L'obligation de diligence ne s'apprécie pas en termes absolus, mais relatifs. On comprend fort bien qu'un gérant ne puisse accorder la même attention à un portefeuille de dix millions de francs qu'à un portefeuille de 100 millions de francs.

D É O N T O L O G I E

L'obligation de loyauté signifie que le gérant ne doit pas rechercher son propre intérêt lors de l'exercice de son mandat et que les décisions prises le sont pour le bénéficiaire (unique ou principal?) de l'investisseur. Il s'agit là d'une obligation particulièrement délicate. Un gérant est toujours commercialement intéressé à la réussite d'une gestion déléguée par un investisseur. Un client satisfait est un client à qui l'on peut demander davantage. La question est de savoir si cet intérêt commercial, qui n'est pas qu'intellectuel, pourrait se traduire par un intérêt financier¹³? Dans une telle éventualité, serait-ce au profit du gérant ou au profit de l'institution qui l'emploie? Une interprétation restrictive de l'obligation de loyauté méconnaîtrait la dimension commerciale qui est une relation à double sens entre l'investisseur et le gérant.

L'obligation de prudence s'apprécie aussi de manière relative. Les contrats de gestion ont ici un rôle à jouer pour afficher le plus clairement possible quel est le risque tolérable pour l'investisseur. Peut-on, par exemple reprocher à un gérant d'utiliser des options à des fins spéculatives, si le contrat de gestion est particulièrement flou et ne prévoit aucune limitation à cet égard? La rédaction des mandats de gestion doit servir à préciser le plus clairement possible les objectifs et les contraintes du client. Il serait souhaitable que la COB prenne en ce domaine l'initiative de contrats-types où les diverses contraintes de gestion (types d'instrument, catégories d'émetteurs, marchés à effet de levier, etc.) devraient être passées en revue. L'obligation de prudence s'entend comme visant à éviter une exposition anormale au risque tel qu'il est apprécié dans le contrat de gestion. Il faut cependant niveau rappeler que le risque d'une gestion professionnelle ne doit en aucun cas s'analyser par rapport à la notion de gestion « en père de famille ». On ne peut comparer la déontologie d'une opération effectuée par un professionnel éclairé avec ce qu'un amateur aurait fait dans la même situation. Enfin, le contrat-type doit préciser les conditions de rémunération du gérant.

21

La sanction générale d'un manquement aux obligations déontologiques précédentes devrait être celle du marché. La performance est la révélation *ex-post* de la qualité d'une gestion déléguée. C'est à ce niveau que joue la qualité des services offerts par les intermédiaires financiers. Une première mesure pourrait consister à systématiser l'affichage annuel des performances des portefeuilles gérés. C'est déjà le cas pour les OPCVM. Ce pourrait être le cas des portefeuilles de personnes morales et physiques gérés par des tiers. Une comparaison de la performance avec un (ou plusieurs) indices, qui lui-même aurait été précisé dans le mandat de gestion, serait un moyen de révéler la qualité de la gestion¹⁴.

Association - sanction

La sanction par le marché et la concurrence est un moyen de contrôle externe efficace. D'éventuels manquements déontologiques en cas de conflits d'intérêt se traduisent par des surcoûts qui viennent petit à petit grever la performance du portefeuille. La crainte de l'insatisfaction du client est un frein à des pratiques qui se traduiraient par une éventuelle sous-performance. On comprend, d'ailleurs, pourquoi certains conflits d'intérêt se produisent au profit de clients déterminés : il s'agit souvent d'améliorer artificiellement la qualité des prestations assurées à certains investisseurs.

¹³ - Il s'agit là d'un point fondamental de déontologie. La pratique à ce niveau est très variable. Ainsi, en France, un avocat n'a pas le droit de percevoir des honoraires qui soient fonction de l'enjeu financier d'une affaire donnée. Aux Etats-Unis, c'est au contraire une pratique usuelle et acceptée.

¹⁴ - On peut parfaitement envisager de faire figurer à côté de la performance annuelle, les chiffres correspondant à la performance cumulée depuis la mise en place du portefeuille.

D É O N T O L O G I E

L'inconvénient du contrôle de la performance par le marché est qu'il tarde à se manifester. Il faut un certain temps pour que la sous-performance devienne patente. On doit donc recommander l'adoption d'un mode de rémunération de la gestion qui accélère la révélation de la performance. Dans la généralité des cas, la commission de gestion est calculée sur le montant net du portefeuille. Des taux annuels de 0,5 à 1,5 % de l'encours sont relativement courants. Un système de rémunération fondé, non sur le stock, mais sur le flux apparaît préférable. A chaque mouvement d'achat ou de vente, le montant des frais prélevés par le gérant serait augmenté d'un certain pourcentage à déterminer entre les parties. Plus les opérations effectuées par le gérant heurtent les intérêts du client et sont déontologiquement critiquables, plus le coût relatif en est important, et plus la performance en est affectée. Ainsi, on a remarqué que certains gérants faisaient « tourner » de manière injustifiée les portefeuilles dont ils avaient la charge. Plutôt que de limiter la rotation des portefeuilles, ce qui irait à l'encontre de la liberté d'action du gérant, une augmentation des frais liés à chaque mouvement se traduira très vite par une baisse anormale de la performance. S'introduit ici le principe d'une rémunération à l'acte de gestion. La décision du gérant se traduit en effet par un mouvement dans le portefeuille. Si l'opération est un succès, l'investisseur devient indifférent : s'il gagne 10 %, il est prêt à abandonner 1 % au gérant. Si, au contraire, l'opération est un échec, la contre-performance du gérant apparaîtra plus vite. Cette illustration montre que le système de rémunération fondé sur les mouvements proposés ici, conduit à une certaine association entre l'investisseur et le gérant, notamment en cas de réalisation de profits.

Dans un ordre d'idée semblable, il est aussi concevable de recourir à un système de rémunération directement fondé sur la performance, par exemple un certain pourcentage de la plus-value réalisée par le portefeuille. La Bred retient d'ores-et-déjà ce principe dans le calcul de la commission de gestion prélevée sur un de ses fonds d'investissement collectif. On peut même aller plus loin : certains contrats de gestion de fonds d'investissement internationaux prévoient que le gérant est rémunéré par une fraction du rendement réalisé au-delà d'un indice de performance convenu avec l'investisseur. Si la performance reste inférieure à celle de l'indice, le gérant ne perçoit rien. De tels systèmes de rémunération offrent l'avantage d'accepter déontologiquement l'idée d'une association-sanction entre l'investisseur et le gérant à qui les fonds ont été confiés¹⁵. Il semble en effet réaliste de rejeter la vision d'un total désintéressé du gérant vis-à-vis de la performance du portefeuille dont il a la charge. Il faut que les règles déontologiques reconnaissent l'intérêt commercial qu'un gérant peut éprouver à offrir une performance satisfaisante à son client. Une telle motivation commerciale et financière n'est pas malsaine en elle-même. Tel est déjà le cas pour les cabinets d'avocats d'affaires : ceux-ci sont souvent rémunérés en fonction de l'issue heureuse ou malheureuse d'un dossier qui leur a été confié.

Les gérants y trouveraient une réelle stimulation à envisager de nouvelles positions et à s'interroger sur leur rentabilité. Un tel système de rémunération permettrait de faire rapidement la distinction entre une gestion professionnelle de portefeuille et une agitation sans résultat.

Le principe général de résolution des conflits d'intérêt peut s'exprimer simplement : toute opération effectuée en défaveur de l'intérêt d'un client est répréhensible. Cela signifie *a contrario* qu'il peut être déontologiquement acceptable d'effectuer des opérations financières exceptionnelles en faveur d'un client donné,

15 - Il s'agit plus exactement de la banque ou de l'institution à qui les fonds ont été confiés.

D É O N T O L O G I E

choisi dans ce but. Cela conduit, par exemple, à légitimer une opération effectuée au profit d'un client particulier et en défaveur de l'intérêt du mandataire. Il s'agit là d'une novation déontologique qui prend acte de la nature commerciale des relations qui s'instaurent. Rien ne doit empêcher une banque de faire bénéficier un client donné de bonnes conditions, par exemple lors de l'achat ou de la vente d'un titre. Il est usuel dans les grandes banques, sur le marché international comme sur le marché domestique, d'attribuer en priorité un « paquet » de titres acquis dans de bonnes conditions sur le marché primaire aux « bons clients ». Une ligne obligataire acquise à 100 %, dont le prix sur le marché atteint par exemple 103 %, pourra être revendue à certains fonds gérés à 101,5 %. Il s'agit d'une pratique répandue dans certaines banques qui peuvent ainsi donner un « coup de pouce » à la performance de telles Sicav ou de tels fonds d'investissement collectifs.

Applications de titres

Il semble moralement admissible qu'une opération entre un intermédiaire et un investisseur se fasse à des conditions anormales par rapport au marché, uniquement si celles-ci sont en faveur de l'investisseur. L'inverse est bien évidemment inexcusable. De même, des conditions anormales appliquées entre deux comptes de clients gérés dans le même établissement sont inadmissibles : ce serait accepter de léser monétairement l'un pour favoriser l'autre. Le principe suggéré ci-dessus prend acte de ce que la dimension commerciale peut conduire à des inégalités de traitement entre investisseurs. Celles-ci ne peuvent toutefois jouer que dans le sens d'une amélioration de situation par rapport aux cours du marché.

L'analyse précédente permet de prendre position sur le problème délicat des applications de titres, et plus généralement sur le prix à appliquer dans le cas d'une transaction individuelle de gré à gré. Doit-on toujours retenir un cours proche de celui du marché, ou peut-on accepter une différence ? Le gérant de portefeuille, pour respecter une attitude de neutralité, doit effectuer les applications internes entre comptes de tiers à des prix découlant de ceux du marché. Cette règle doit aussi être retenue pour les opérations entre la banque (l'intermédiaire financier au sens large) et le compte d'un client. La seule exception concerne cependant les applications où le gérant décide de « faire quelque chose » en faveur du client : le prix d'achat (de vente) pourra alors être inférieur (supérieur) à celui du marché.

« Barrière de papier »

Les problèmes d'application de titres sont délicats, pas seulement en ce qui concerne le prix à retenir pour la transaction, mais dans leur principe même. Certains reprochent les applications sous l'accusation de ne pas respecter le principe de présentation des intervenants sur le marché. Ce n'est pas, selon nous, essentiel. Il faut admettre que toutes les transactions ne s'effectuent pas en passant obligatoirement par le mécanisme formel d'une bourse de valeurs. La liberté qu'ont deux agents pour traiter peut très bien se manifester par un accord de gré à gré. C'est le cas de l'essentiel des transactions sur le marché international des capitaux. L'application en bourse de transactions négociées de gré à gré doit, comme c'est la règle générale,

16 - Cela même si le prix réel retenu lors de l'application est différent du cours de bourse. Dans ce cas, la partie qui perd (par rapport au marché) verse à l'autre une soulte en espèce qui représente la différence entre le cours constaté en bourse et le prix convenu de gré à gré. Il s'agit là d'un moyen pour mettre en continuité d'éventuelles transactions de gré à gré qui peuvent intervenir à tout moment, avec un marché boursier qui ne fonctionne qu'à des heures déterminées. Ce type de situation se produit couramment sur le Matif où le marché de gré à gré a pu, certains jours être à l'origine d'un tiers des transactions.

D É O N T O L O G I E

respecter le cours boursier d'équilibre. Celles-ci restent ainsi neutres par rapport au fonctionnement du marché¹⁶.

Comment mettre les intermédiaires financiers en situation de respecter les règles de déontologie institutionnelle explicitées ci-dessus ? La COB propose de répondre à cette question en faisant appliquer le principe de l'autonomie de chaque fonction au sein de l'intermédiaire financier. *Chaque capacité doit être exercée de manière autonome et poursuivre des objectifs spécifiques*¹⁷. C'est une véritable « barrière de papier » qui est en fait suggérée : localisation distincte, séparation juridique, non circulation des informations confidentielles entre chaque fonction... Même si les propositions de la COB sont excessives, elles mettent bien en évidence qu'il s'agit d'une question d'organisation interne. Une claire distinction des fonctions au sein de l'organigramme, l'instauration d'une comptabilité analytique prenant en compte les transferts internes et permettant de mesurer les résultats de chaque activité, sont des règles indispensables. Eviter qu'un même individu puisse avoir des activités opérationnelles dans deux capacités liées (par exemple syndication d'émission et animation du marché secondaire) est aussi une mesure souhaitable, mais qui risque de poser des difficultés aux établissements de petite taille.

Faut-il pour autant risquer de paralyser les activités financières d'une grande banque ? C'est là un danger majeur d'une application stricte de la notion de « barrière de papier ». Les activités financières forment un tout car il s'agit d'offrir un service complet. Il serait contre-productif de faire des établissements financiers une juxtaposition de compartiments étanches et désarticulés. Il nous semble parfaitement admissible que l'information commerciale puisse continuer à circuler entre les services d'une grande institution. Comment s'opposer à ce qu'un service d'analyse de crédit qui aurait des craintes sur la situation financière d'une entreprise, n'en fasse pas part aux spécialistes de la syndication qui s'apprêtent à lui proposer une émission, et aux gérants de portefeuille qui envisagent d'acquiescer des obligations de celle-ci¹⁸ ?

Enfin, l'affirmation de règles de déontologie institutionnelle n'a aucune valeur si l'on ne se préoccupe pas de leur contrôle. Un contrôle interne et externe doivent être envisagés.

— Le contrôle interne est celui qui découle de l'activité classique des corps d'inspection ou des services d'audit des intermédiaires financiers. L'inspection bancaire semble parfois trop axée sur les opérations traditionnelles d'exploitation bancaire, il faut veiller à ce qu'elle intègre dans ses préoccupations les activités proprement financières et de marché. Il y a là un effort à faire au niveau de la place, car il semble que de nombreuses institutions de petites tailles (par exemple, certains agents de change) ne possèdent pas de services de ce genre. Une telle situation relève davantage de l'amateurisme que du professionnalisme¹⁹. Le contrôle interne doit avoir en particulier pour mission de vérifier la justification commerciale de conditions de faveur appliquées à tel ou tel client. Le rôle des autorités financières à ce niveau, pourrait être de vérifier l'existence d'un service de contrôle interne adapté aux activités financières chez les divers intermédiaires financiers. Cette mission pourrait être du ressort de la Commission bancaire ou de la COB (ou des deux).

17 - *doc. cit.*, p. 10.

18 - *Une séparation stricte a été retenue aux Etats-Unis dans la gestion par les banques des fonds de retraite de type Erisa. La banque gérante n'a pas le droit de faire exécuter par ses propres services de change une transaction internationale effectuée au profit de ces fonds (section 406 de la loi). Depuis 1984, l'Association des banques américaines a demandé la levée d'une telle interdiction en se fondant sur les usages commerciaux et la pratique bancaire en la matière.*

19 - *Un contrôle de la CCIFP effectué en 1987 auprès d'un de ses adhérents a révélé que celui-ci n'avait jamais procédé aux appels de marge sur les comptes de ses propres clients sur le Matif.*

D É O N T O L O G I E

— Le contrôle externe est celui que peut exiger l'investisseur final qui fait gérer ses fonds par un intermédiaire financier. On peut prévoir, à l'instar de ce qui se passe aux Etats-Unis, le développement d'une demande de la part des investisseurs importants, d'analyse *a posteriori* de la gestion menée. Cette activité — relativement nouvelle — d'audit de portefeuille comporte plusieurs aspects : analyse et attribution de la performance réalisée, vérification des conditions financières appliquées (frais, commissions, etc.), vérification des prix de transaction par rapport aux cours de marché. Cette activité n'est pas actuellement remplie, même dans les fonds d'investissement de type Sicav, par les rapports des commissaires aux comptes. Ceux-ci se bornent à vérifier la régularité des écritures comptables sans s'interroger sur leur signification financière. Le besoin d'audit externe de portefeuille est appelé à être ressenti notamment chez les investisseurs institutionnels importants qui ont recours à la gestion déléguée.

DÉONTOLOGIE PERSONNELLE

La distinction entre déontologie institutionnelle et personnelle n'est pas toujours facile à faire. Le gérant de portefeuille est un employé salarié d'une institution donnée. C'est en tant que représentant de cette institution vis-à-vis d'un tiers, que se posent des problèmes de déontologie institutionnelle en raison des pratiques institutionnelles qu'il applique. La déontologie personnelle concerne le comportement des individus dans l'exercice de leurs fonctions. Les hommes impliqués sont ceux qui participent aux activités financières, des hommes de marché au sens large : gérants de portefeuille, conseillers de placement, cambistes, commis d'agent de change, analystes financiers, *traders*, *salesmen*, responsables de *back office*.

Il arrive couramment que ceux-ci ne respectent pas vis-à-vis de leurs employeurs les règles de déontologie personnelle en vigueur dans les métiers financiers. Ces règles sont fondées d'une part sur l'*obligation de loyauté* vis-à-vis de l'employeur, et d'autre part sur l'*obligation de discrétion* vis-à-vis du client. Les manquements déontologiques constatés sont avant tout motivés par l'intérêt personnel. On distingue deux sortes de manquement : les pratiques frauduleuses et les opérations d'initiés.

25

Les golden boys et les autres

Les hommes de marché ne sont pas particulièrement plus vénaux que les autres. Il faut rappeler le terrain tentateur que constituent les marchés financiers modernes. La place de la confiance reste fondamentale. Grâce à elle, la simple parole permet de prendre immédiatement des positions très importantes. Le contact direct avec l'argent, la manipulation de sommes qui au niveau individuel sont énormes, l'impression fautive d'une grande facilité à réaliser des gains, expliquent que l'intérêt personnel des individus puisse être sollicité.

Il faut, par ailleurs, mentionner l'inégalité de rémunération entre les employés d'un même établissement financier. Les salaires versés sont souvent faibles : tous les hommes de marché ne sont pas les *golden boys* parfois décrits. Il apparaît peu cohérent de maintenir une politique salariale unique pour des activités de nature différentes : activités financières et de marché, d'une part, qui bénéficient actuellement d'un développement rapide (peut-être éphémère ?), et activités de nature plus administrative (exploitation bancaire classique, gestion d'un réseau de guichets, prestations d'assurance, etc.).

Un système de rémunération qui laisse une plus grande part aux éléments variables apparaît souhaitable en ce qui concerne les activités de marché. La

D É O N T O L O G I E

distribution de primes annuelles en fonction des résultats du département ou du service est une pratique répandue dans le monde financier anglo-saxon. Il n'y a rien de scandaleux, notamment dans les activités commerciales, à ce que le salaire soit fonction du volume d'affaires effectué ou de la contribution au résultat. Au contraire, un système de rémunération lié aux résultats offre l'avantage de conduire à expliciter plus clairement tous les éléments de la rémunération : dans certains départements de banques d'investissement, les « bonus » se partagent au niveau de l'équipe ou du département. Cela implique des conditions de rémunération plus transparentes puisqu'avant d'être réparties, les primes doivent être comptabilisées au niveau de l'équipe, c'est-à-dire explicitées par l'employeur. Tout ce qui va dans le sens d'une plus grande transparence des rémunérations est préférable à l'enveloppe discrète et à ses nombreuses variantes.

Des manœuvres frauduleuses, à l'évidence inexcusables

On récolte ce que l'on sème. Le système apparent de rémunération n'est pas neutre. Les manquements déontologiques se constatent à tous les niveaux. Et ils n'ont pas de limites : un opérateur de marché peut détourner à son profit une évolution des cours en s'interposant lui-même dans l'opération. C'est assez facile sur les marchés de gré-à-gré. Imaginons, par exemple, un cambiste chargé d'exécuter un ordre d'achat de 1 million de dollars. Celui-ci se procure cette somme à un cours que nous supposons de 6,10 francs tout en laissant momentanément en blanc le nom de l'acheteur sur le « ticket » de l'opération. Si, dans les instants qui suivent, le dollar monte à un taux de 6,11 francs, le cambiste peut inscrire le nom et le numéro de compte d'un prête-nom situé à l'étranger (si possible dans un « paradis fiscal »). En même temps, il revendra 1 million de dollars à 6,11 francs au bénéfice du prête-nom. Il ne lui restera alors plus qu'à exécuter l'achat d'un million de dollars pour le donneur d'ordre initial au taux de 6,11 francs. Le profit ainsi réalisé est disponible à l'étranger. Ces opérations sont d'autant plus difficiles à détecter lorsqu'elles sont rapprochées et que les différences entre les cours d'achat et de vente sont faibles. Le profit issu de telles pratiques est d'autant plus aisé à obtenir et justifiable vis-à-vis de tiers que les cours d'actifs financiers cotés en continu connaissent de larges variations pendant la journée. Il est très délicat au donneur d'ordre de prétendre qu'il a été mal exécuté puisque, dans notre exemple, le dollar a effectivement valu 6,11 francs quelques instants après son ordre. Si le cours était descendu à 6,09 francs au lieu de monter, le premier achat aurait été directement affecté au donneur d'ordre initial. D'où l'intérêt crucial pour ceux-ci de surveiller l'exécution de leurs ordres et de s'assurer de la qualité du service rendu par l'intermédiaire !

L'interposition des opérateurs dans les ordres des clients peut se retrouver sur les autres marchés de gré à gré (marché d'obligations internationales ou domestiques), mais aussi dans le cadre de marchés boursiers ou de contrats lorsque les intermédiaires sont autorisés à intervenir pour leur propre compte (cas des commis d'agents de change). La connaissance directe de la structure des ordres d'achat et de vente à exécuter est une information particulièrement utile. Imaginons un commis qui a à acheter un nombre important de contrats (ou d'actions) sur un marché boursier fonctionnant en continu. Sachant qu'un tel montant va faire monter les cours, rien ne l'empêche d'acheter quelques contrats, puis d'exécuter l'ordre de son client, et enfin de revendre immédiatement sa position avec profit. Les pratiques d'interposition d'opérateurs sont à l'évidence inexcusables. Elles sont néanmoins courantes, difficiles à détecter et concernent des niveaux très variés dans la hiérarchie des établissements financiers.

L'auto-attribution de titres par priorité lors d'émissions est, elle aussi, assez

D É O N T O L O G I E

répandue sur les marchés internationaux ou domestiques. Ou encore, exemple même de la corruption financière : la réalisation systématique de transactions avec un intermédiaire plutôt qu'un autre, suite à une rémunération occulte. Certains courtiers spécialisés sur les marchés monétaires et des changes jouent ici un rôle à signaler. Ils peuvent être des corrupteurs actifs, et dans ce cas ils sont à l'origine de la fraude. Les situations sont souvent plus complexes dans la réalité. Si, malheureusement, l'achat de cambistes et d'opérateurs devient une pratique assez répandue sur un marché, le courtier n'a alors qu'un rôle passif de révélation de la corruption de l'ensemble des intervenants. Autre forme de fraude : l'affranchissement illicite de contraintes imposées dans le fonctionnement normal d'un marché. Elle est accessible à certains employés d'institutions financières qui profitent ainsi de conditions dérogatoires par rapport aux autres intervenants. La COB mentionne que l'« oubli » volontaire de l'enregistrement de transactions effectuées sur les marchés à terme permet de procéder à des opérations sans aucune couverture²⁰.

Les exemples de manœuvres frauduleuses cités ci-dessus ne sont pas que des vues de l'esprit. Ils s'inspirent de pratiques effectives sur certains marchés financiers. Dans certaines situations, la fraude est à ce point répandue que le fonctionnement de l'ensemble du marché en est affecté. Tel serait le cas du marché des changes à Paris qui a globalement la réputation au niveau international d'être passablement corrompu. Certains faits, il est vrai, suscitent des interrogations : Pourquoi le volume quotidien des transactions y est-il relativement faible (*voir tableau page 28*) ? On pourrait le croire à la vue de la comparaison internationale des volumes traités sur grandes places financières mondiales²¹.

La gravité de la situation vient de ce que la fraude peut être organisée au sein d'un établissement donné. Un système de gratifications occultes et une répartition des sommes touchées selon un « barème » accepté, peuvent se mettre en place lorsque l'ensemble d'un service est corrompu²². Le rôle de certains courtiers comme agent de corruption ne doit pas non plus être dissimulé²³. Exagérées ou pas, ces anecdotes sont révélatrices d'un milieu professionnel haut en couleur où semblent exister des pratiques frauduleuses inacceptables. Le fait même que circulent de nombreuses histoires, réelles ou imaginaires, témoigne d'une situation qui n'est pas compatible avec le développement sain d'un marché financier parvenu à maturité.

La sanction juridique de manœuvres frauduleuses était prévue par le Code pénal qui réprime la spéculation illicite (*ancien art. L 419 en cours de réécriture*). La COB estime cependant que l'application de ce texte était très délicate car en matière financière, il faut que les trois éléments constitutifs suivants soient réunis : une action

27

20 - Un contrôle de la CCIFP effectué auprès d'un de ses adhérents a permis de mettre en évidence qu'un commis aurait dû financer un montant de dépôts et d'appels de marge pour une contrevaletur de 75 millions de francs. Même si le montant de son portefeuille personnel, estimé à 50 millions de francs, pouvait servir en partie de garantie, il n'en demeure pas moins un trou saisissant dans le respect de la procédure.

21 - On rapporte que sur un sujet aussi délicat, les grands établissements ne donnent pas l'exemple. Dans certains d'entre eux, la stabilité du personnel cambiste est étrange. Ce type d'emploi s'accompagne souvent d'une forte mobilité des individus. Tel n'est pas le cas dans certaines banques où, de plus, les niveaux des rémunérations versées sont relativement bas. Faut-il expliquer ce paradoxe par un attachement quasi-sentimental envers l'institution ? Faut-il imaginer d'autres raisons ?

22 - Une anecdote dont l'authenticité est impossible à établir, rapporte qu'un homme de marché récemment embauché était allé s'enquérir auprès d'un courtier de la rémunération occulte qu'il obtiendrait en échange d'un certain volume d'affaires. Le courtier aurait été très embarrassé de cette demande, non pas sur son principe, mais parce qu'il payait déjà le supérieur hiérarchique de cette personne pour cela !

23 - Il semble qu'un courtier de la place verse à ses propres employés près de 3 fois le salaire qui a été convenu avec eux : la partie excédentaire revient chez le courtier après paiement de l'impôt sur le revenu pour alimenter une caisse noire.

D É O N T O L O G I E

OPÉRATIONS QUOTIDIENNES DES PLACES FINANCIÈRES¹

| (en milliards) | 1979 | 1984 |
|----------------|------|------|
| Londres | 25 | 49 |
| New York | 17 | 35 |
| Zurich | 10 | 20 |
| Francfort | 11 | 17 |
| Tokyo | 2 | 8 |
| Singapour | 3 | 8 |
| Hong-Kong | 3 | 8 |
| Paris | 4 | 5 |

¹ - Opérations au comptant et à terme, moyenne estimée par jour bancaire ouvrable.
Source : The foreign exchange in the 80s, Groupe des 30.

28

anormale, la recherche d'un gain qui ne soit pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande, une hausse ou une baisse artificielle de valeur résultant de cette action²⁴. Qu'est-ce qu'une action « anormale », un jeu « naturel », un mouvement « artificiel » ? Dans le fonctionnement des marchés, il est pratiquement impossible de trouver des critères objectifs permettant de caractériser de telles situations. Chercher à le faire revient à déterminer avec certitude ce que le prix aurait été si le spéculateur illicite n'était pas intervenu. Or, le seul élément tangible dont on dispose est le prix après intervention. La position de la jurisprudence se comprend parfaitement lorsqu'il est dit que *la qualification de normale ou d'anormale donnée à une intervention sur le marché boursier échappe à tout critère objectif dès lors que les opérations de vente ou d'achat sont réalisées selon les cours applicables*²⁵.

La seule réalité objective est le prix de marché *ex-post*. Toute tentative pour rendre objective une manœuvre frauduleuse par le prix de marché est vouée au mieux à argutie, au pire à l'échec. La COB le déplore amèrement, mais il faut en prendre acte.

Présomption de manquements

Une autre tentative de définition positive de ce qui ressort ou pas du domaine de la manipulation frauduleuse a été effectuée par la Chambre syndicale des agents de change pour ce qui concerne les opérations du personnel des charges. L'obligation de neutralité des employés dans le fonctionnement du marché conduit à interdire toute opération pour son propre compte qui perturberait *le déroulement normal des cotations, notamment en exerçant un effet sensible sur l'évolution du marché*. Cette définition possède à l'évidence un contenu interprétatif très fort : qu'est-ce que le déroulement « normal » ? un effet « sensible » ? Elle souffre des mêmes limites que la définition pénale de la spéculation illicite. La Chambre syndicale va toutefois plus loin en essayant de préciser que les opérations tolérées sont celles *qui par leur sens, par leur faible ampleur au regard du marché de la valeur considérée (...) n'auraient aucune influence sur l'évolution du marché*. A contrario, sont interdites les opérations

²⁴ - Cf. doc. cit., p. 4.

²⁵ - Cour d'Appel de Paris, 28 juin 1984 rapporté in doc. cit., p. 4.

D É O N T O L O G I E

qui exerceraient une influence sur l'évolution du marché. Un second élément objectif de définition pour autoriser les négociations en bourse des commis, est la nécessité de procéder à des « opérations caractérisées de placement ».

On peut disposer là d'éléments clairs de présomption de manquements déontologiques ou de comportements frauduleux. Nous ne reprendrons pas l'idée de l'absolution des opérations qui vont dans le sens du marché, mais son contraire. Pour la Chambre syndicale, il faut accepter les opérations de commis qui, par leur sens, n'affecteraient pas l'évolution du marché. Cela revient en particulier à tolérer des achats (ventes) quand le marché monte (baisse), c'est-à-dire à légitimer les éventuelles spéculations qui ont réussi. Il semble plus judicieux de laver de toute suspicion le spéculateur malheureux qui remplit une fonction de contrepartie individuelle : une manœuvre frauduleuse ou une information privilégiée peut expliquer pourquoi l'intervenant est allé dans le sens du marché, plus rarement son inverse.

Deuxième élément objectif, les « opérations de placement » par opposition aux opérations ayant une fin spéculative. Des mouvements unitaires de taille importante et concentrés dans le temps, une forte rotation du portefeuille, le recours à des mécanismes d'effet de levier de financement, caractérisent une gestion de portefeuille active et non des opérations de simple placement qui sont des positions « longues » classiques. La conjonction de ces deux éléments, positions prises dans le sens exposé du marché et opérations s'inscrivant dans une gestion active de nature spéculative, peut constituer une présomption de manquements déontologiques de l'homme de marché qui est à leur origine. Il faut, en effet, s'orienter vers une définition subjective, et non seulement objective, des manœuvres frauduleuses. La présomption de manquement déontologique peut déboucher sur une présomption de fraude qui soit justifiable des tribunaux. S'il y a manquement déontologique, il y a bien une volonté suspecte de mal agir. Encore faut-il que de tels manquements soient constatés par une institution *ad hoc*.

29

« Tribunal de pairs »

Le point de départ d'une sanction est l'existence d'un manquement déontologique. Celui-ci doit être apprécié par référence à des pratiques professionnelles et des usages en vigueur dans l'industrie financière²⁴. C'est la raison pour laquelle on proposera l'institution d'une *Commission des pratiques financières* composées d'abord de professionnels des marchés et d'intermédiaires financiers, ainsi que de représentants des investisseurs. Fonctionnant comme un « tribunal de pairs », ses préoccupations doivent rester professionnelles par essence. Le constat préalable d'un manquement déontologique relevé par la Commission permettrait de justifier la saisie des instances judiciaires en étayant l'accusation de manœuvres frauduleuses.

La magistrature morale d'une commission de déontologie sera d'autant plus forte qu'il sera dressé une liste publique et nominative des cas qui lui seront soumis et que ses avis seront rendus publics. La communauté financière n'aime guère les vagues, aussi la crainte d'être désignée publiquement peut-elle jouer favorablement.

Les problèmes de déontologie personnelle et institutionnelle sont dans la pratique souvent imbriqués. Aussi une telle commission devrait avoir vocation à se prononcer sur les deux types de problèmes. La saisie pourrait être faite à l'initiative : des autorités de tutelle (COB, Commission bancaire, etc.), des membres de la communauté financière (banques, agents de change, courtiers), des usagers (investisseurs institutionnels, entreprises) et par la Commission elle-même. Même si

26 - Sauf à pénaliser directement le manquement déontologique en matière financière en créant un nouveau délit pénal.

D É O N T O L O G I E

elle ne débouche sur aucune action judiciaire, le rôle de magistère moral de la Commission peut être persuasif car au-delà des pratiques individuelles de fraude, elle met indirectement en cause les institutions financières. La pédagogie de l'exemple permet d'afficher clairement ce qui est admissible et ce qui ne l'est pas. La publicité donnée aux noms des individus et de leurs employeurs permet d'éviter la tendance à l'occultation, propre à la communauté financière. La grande mobilité professionnelle des hommes de marché cache parfois des départs précipités où l'ex-employeur souhaite voir partir rapidement et sans bruit l'employé devenu indésirable²⁷. La tendance à l'occultation de la part des institutions financières se comprend aisément par le désir de ne pas voir leur réputation entachée par une « bavure » individuelle. C'est précisément ce qu'il faut éviter.

Notre opinion est que la meilleure façon de lutter contre les pratiques frauduleuses est de développer le contrôle interne au sein des institutions financières. Cela fait partie du rôle de la hiérarchie de contrôler l'exécution des opérations. Certes, une manœuvre frauduleuse individuelle est toujours possible de la part d'un employé ou d'un cadre. Toutefois, la répétition des fraudes ou la concentration de fraudeurs dans un même département au sein d'un établissement, changent la nature du problème qui d'individuel devient institutionnel. Si, par exemple, plusieurs commis d'une charge d'agents de change, ou la moitié des cambistes d'une salle de change, accomplissent des actes répréhensibles sur le plan de la déontologie personnelle, c'est la preuve manifeste d'une organisation insuffisante et d'un contrôle interne déficient.

De manière à stimuler les responsables des institutions financières, on peut envisager de retenir la notion de complicité de manquement déontologique de la part de l'établissement employeur. Un contrôle interne inefficace ou inexistant, une organisation des procédures déficiente, doivent être sanctionnés car ils sont la manifestation d'un certain manque de professionnalisme. A une époque où les marchés financiers deviennent particulièrement complexes, et où la maîtrise de la technique financière est primordiale, une organisation inadaptée ou archaïque devient la complice passive de pratiques frauduleuses répétées. La crainte de voir publiquement mise en cause la qualité de son organisation par une Commission de déontologie est l'aiguillon qui doit inciter au développement de mesures de contrôle interne. Il y a, semble-t-il, à faire : les charges d'agents de change possèdent-elles toutes des services de contrôle interne ? Combien de banques possèdent-elles des inspecteurs réellement rompus aux pratiques des marchés financiers nationaux et internationaux ? Les institutions financières vérifient-elles systématiquement que les conditions de courtage obtenues par leurs gérants de portefeuille sont normales par rapport aux usages du marché ?

Délits d'initiés

Les opérations d'initiés sont d'une nature un peu différente des précédentes. Elles concernent l'existence d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres, ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière. Etre « initié » signifie avoir accès à des informations non publiques. Cet état de chose est dans la nature même des activités financières. Toutefois, lorsque l'initié prend l'initiative d'utiliser ces informations à son profit dans le cadre de prises de positions personnelles, ou de monnayer ces renseignements, il bafoue la déontologie. De telles pratiques ne respectent ni l'obligation de loyauté, ni celle de discrétion vis-à-

27 - Cela permet à tel important gérant de portefeuille d'une grande banque parisienne, congédié du jour au lendemain pour indélicatesse, de réapparaître plus tard à un poste de responsabilité au sein d'une importante banque étrangère.

D É O N T O L O G I E

vis de son client. Les opérations d'initiés présentent généralement la caractéristique d'être ponctuelles et sporadiques. Ceux qui cherchent à profiter d'informations privilégiées dépendent de leur apparition. Or, le processus d'apparition d'une information privilégiée est imprévisible. Les opérations d'initiés, pour un individu donné, sont globalement irrégulières et contingentes. C'est d'ailleurs pourquoi elles sont difficiles à détecter. Ceux qui essaient de rendre cette activité permanente, sont obligés d'avoir recours à la corruption pour être informés. La répétition de ces opérations aide alors à identifier les fraudeurs (cas aux Etats-Unis de l' « affaire Boesky »).

Le délit d'initié est bien défini au niveau juridique. La difficulté réside dans la capacité à le réprimer. La COB s'efforce de le faire avec des succès inégaux. « Elle saisit le parquet systématiquement, mais il lui est parfois difficile d'apporter aux autorités judiciaires suffisamment d'éléments pour justifier des poursuites de leur part », avoue-t-elle dans le document de travail précité.

Deux types de mesures sont concevables. La première consisterait à interdire toute opération pour leur propre compte aux individus susceptibles de recevoir des informations confidentielles. Ce type de mesure est totalement irréaliste. Facile à contourner, difficile à appliquer, elle reviendrait à exclure des marchés financiers, non seulement les employés des intermédiaires financiers, mais aussi les individus qui, chez leurs clients, sont des *insiders* potentiels : directeurs financiers, directeurs généraux, etc. Une seconde approche consiste à surveiller le marché et les transactions. Il s'agit là d'une tâche ingrate qui réclame des moyens dont la COB ne dispose pas toujours. L'inconvénient majeur de ce type d'action est la difficulté de déboucher sur des éléments de preuve suffisants. Cela ne signifie pas qu'il faille rejeter un mode de contrôle qui prend essentiellement appui sur les variations anormales de cours. L'amélioration à apporter serait de permettre le renvoi de telles affaires devant la Commission de déontologie de telle sorte qu'une certaine pression puisse être effectuée sans avoir à monter un dossier pénal difficile à étayer.

31

Une disposition d'ordre technique qui permettrait d'aider au contrôle externe de la COB en tant qu'organisme de surveillance des marchés, serait d'obliger tout employé d'une institution financière à domicilier son portefeuille chez son employeur et à prendre l'engagement d'y effectuer toutes ses transactions. Cela faciliterait le contrôle de l'employeur afin de vérifier d'éventuelles relations entre prises de position et informations confidentielles. L'existence d'autres comptes à l'extérieur de son établissement pourrait être considérée comme un manquement déontologique. Une telle règle n'est d'ailleurs pas une nouveauté : elle était en vigueur dans la profession bancaire en France dans les années cinquante. Elle est par la suite tombée en désuétude. On pourrait fort bien concevoir la réactivation de cette obligation déontologique qui s'appliquerait, sauf autorisation contraire, aux employés des institutions financières.

Il existe cependant une lacune pratique importante à cette disposition : les comptes détenus à l'étranger, notamment dans les « paradis fiscaux », restent incontrôlables. Il faut être la puissante SEC (Securities exchange commission) pour arriver à battre en brèche le secret bancaire suisse en ce qui concerne les opérations d'initiés de résidents américains. Cette faille illustre que le contrôle de la déontologie financière doit être un projet concerté au niveau des différents pays concernés.

Le renforcement de la déontologie financière est une décision de nature collective que la place financière doit souhaiter dans son ensemble. Les mesures à prendre doivent, à la fois, respecter le professionnalisme commercial des intervenants les plus dynamiques, facteur de progrès et s'articuler sur la transparence et la concurrence car, en matière de service financier, la sanction suprême doit rester la

D É O N T O L O G I E

satisfaction du client quel qu'il soit (investisseur institutionnel, entreprise, épargnant).

Les choix proposés consistent à reconnaître le rôle d'une institution professionnelle chargée de statuer sur les questions de déontologie tant personnelles qu'institutionnelles, et faire contrôler le respect des règles de déontologie plutôt que contrôler directement. Le contrôle interne doit être développé et prendre en charge le contrôle des pratiques financières au sein des établissements. Le contrôle externe des autorités bancaires et financières ayant pour sa part un rôle plus général de surveillance des marchés et des institutions financières.

(Achevé de rédiger en décembre 1987).

COMMENTAIRE

*Bruno GIZARD Secrétaire général adjoint de la Compagnie
des agents de change
Membre de la Commission Brac de La Perrière*

Toute analyse de la déontologie commence par une définition. Doit-on considérer, comme le propose Hubert de La Bruslerie, que la déontologie d'une part s'oppose à la réglementation, d'autre part s'assimile à l'auto-discipline ? Tel ne semble pas être aujourd'hui le sens communément admis.

■ Les préoccupations déontologiques ne s'expriment pas seulement sous la forme de prescriptions implicites ; elles se traduisent aussi par des règlements, que ceux-ci émanent des pouvoirs publics, des autorités de marché, des instances professionnelles ou des établissements eux-mêmes. Qu'il suffise de songer aux volumineux recueils des instructions édictées en Grande-Bretagne par le SIB. En France, la loi portant réforme des Bourses comporte des dispositions touchant à la déontologie et prévoit que chaque intermédiaire devra à son tour élaborer son propre règlement. Les autorités de marché édictent elles aussi des dispositions normatives dans ce domaine : la COB entend bien exercer sur ces sujets son pouvoir réglementaire.

La déontologie constitue en fait l'un des éléments qui inspirent la réglementation applicable aux marchés, au même titre, par exemple que la volonté compétitive.

■ La déontologie ne se réduit pas à l'auto-discipline. Elle recouvre en fait deux notions. C'est d'abord l'ensemble des dispositions dont un groupe professionnel se dote pour être en mesure de fonctionner correctement en évitant que tel membre puisse porter préjudice à tel autre. C'est l'autodiscipline telle qu'elle est apparue sur le marché des euro-obligations et que décrit M. de La Bruslerie. C'est aussi l'ensemble des dispositions permettant de respecter l'esprit du contrat existant entre la communauté des clients et celles des intermédiaires, voire entre tel client particulier et son propre intermédiaire. Ce sont les deux volets qui concourent à établir la « loyauté » d'un marché. Le premier protège le professionnel par rapport aux agissements de ses pairs ; le second protège les clients par rapport aux professionnels. Dans le premier cas, on se trouve en présence d'acteurs de même nature et il s'agit d'établir et d'assurer le respect de la règle du jeu... pour que le jeu soit possible ;

D É O N T O L O G I E

dans le second cas, les protagonistes sont de poids et de situations différents ; à cause de cette inégalité, la notion de loyauté va devoir puiser aux sources de l'éthique telle qu'elle est admise *hic et nunc*.

Quelle conception de l'éthique doit aujourd'hui prévaloir ? Comment concilier les exigences de cette éthique, qui se traduisent par des contraintes, avec l'aspiration à l'initiative, qui plaide pour la liberté d'action ? Tel est l'objet du débat en cours, conduit à Paris sous les auspices de la commission réunie à l'initiative de la COB et présidée par M. Brac de La Perrière.

M. de La Bruslerie apporte sa contribution à ce débat en présentant des suggestions dont certaines appellent quelques réserves.

Au titre des leurres à éviter, l'auteur propose en premier lieu de mettre purement et simplement au panier le principe d'égalité des investisseurs. N'est-ce pas aller un peu vite en besogne ? A l'évidence, l'institutionnalisation des marchés a modifié la physionomie des intervenants : la place des particuliers, en termes de capacité d'action, se trouve réduite par rapport à celle des établissements financiers agissant pour leur compte ou pour celui de leurs clients. Pour autant, il n'est pas du tout évident que la culture actuelle — en tout cas, en France — soit prête à abandonner toute référence à la notion d'égalité. Il nous semble qu'elle constitue encore l'un des fondements du traitement « équitable ». Concrètement, deux clients passant au même moment un ordre de bourse identique en s'adressant à deux agences bancaires voisines n'accepteraient pas sans explication d'être réponsus à des prix différents ; deux compagnies d'assurance passant au même moment un ordre identique au même Agent de change n'accepteraient pas sans explication un traitement différencié. Le principe d'égalité n'est sans doute plus aussi homogène que par le passé ; il reste néanmoins vivace dans la conscience collective.

S'agissant de la déontologie institutionnelle, M. de La Bruslerie estime que son respect se mesure à la performance de la gestion. Peut-être est-il possible de ratifier cette proposition en considérant la gestion sur une très longue période. Comment ne pas souligner cependant qu'il est aisé de doper artificiellement une performance, en bafouant précisément les principes déontologiques ? En sens inverse, la performance peut être médiocre pour de toutes autres raisons que des manquements à la déontologie.

33

Dans le même ordre d'idées, peut-on considérer comme « moralement admissible » qu'une opération entre un investisseur et un intermédiaire se fasse à des conditions anormales par rapport au marché, dès lors que ces conditions sont en faveur de l'investisseur ? C'est oublier qu'avantager ainsi tel client par rapport au marché c'est désavantager le marché, c'est-à-dire les autres clients. Lorsque, par exemple, les intermédiaires se voient contraints par tel règlement de marché de « produire » tous les ordres sur ledit marché, c'est pour favoriser sa liquidité mais aussi pour éviter la discrimination entre donneurs d'ordres.

Enfin, M. de La Bruslerie considère que l'étanchéité entre départements d'établissements à capacité multiple n'a pas lieu d'être retenue comme objectif ; tout au contraire, il serait légitime, à son sens, de permettre, par exemple, au service de gestion d'être prévenu des réserves formulées par le service du crédit sur la situation de telle société. Peut-être est-ce faire preuve de réalisme ? Ce n'est sans doute pas aujourd'hui l'opinion la plus communément répandue sur la meilleure façon de résoudre les « conflits d'intérêt ». Mais après tout, il peut être utile aux réflexions en cours que la question soit posée de la sorte.

(Achévé de rédiger le 10 décembre 1987).