

**Position – recommandation AMF n°2013-25**  
**Guide relatif à l'analyse financière**

**Textes de référence : articles 313-1, 313-2, 313-20, 313-21 II 1°, 313-21 3°, 313-27, 313-28, 313-29, 313-30, 315-1 à 315-13 et 315-15 du règlement général de l'AMF**

1.	La recommandation d'investissement à caractère général, l'analyse financière et la recommandation à caractère promotionnel.....	7
1.1.	<b>La définition de l'analyse financière</b> .....	<b>7</b>
1.2.	<b>Les dispositions spécifiques aux communications à caractère promotionnel</b> .....	<b>8</b>
2.	Le périmètre d'application des dispositions relatives à l'analyse financière.....	8
2.1	<b>L'analyse crédit</b> .....	<b>8</b>
2.2	<b>L'analyse quantitative</b> .....	<b>9</b>
2.3	<b>Les autres activités du bureau de recherche</b> .....	<b>9</b>
2.4	<b>L'analyse buy-side</b> .....	<b>10</b>
2.5	<b>Le périmètre d'attribution des cartes professionnelles d'analystes financiers</b> .....	<b>10</b>
3.	Les conflits d'intérêts .....	11
3.1.	<b>Les conflits d'intérêts dans l'établissement</b> .....	<b>11</b>
3.2.	<b>Les conflits d'intérêts personnels : les transactions personnelles</b> .....	<b>11</b>
3.3.	<b>Les relations avec les émetteurs</b> .....	<b>12</b>
3.3.1.	L'accès aux réunions .....	12
3.3.2.	La relecture des analyses par les émetteurs.....	12
3.3.3.	Le lien entre la rémunération des analystes et le « <i>corporate access</i> ».....	13
3.3.4.	Le lien entre la rémunération des analystes et les opérations de marché primaire.....	13
3.3.5.	Encadrement des frais professionnels .....	14
4.	L'encadrement des prestations commerciales des analystes.....	14
5.	Préparation et diffusion des études .....	15
5.1.	<b>Règles de diffusion</b> .....	<b>15</b>
5.2.	<b>Diffusion des recommandations produites par un tiers</b> .....	<b>18</b>
5.3.	<b>Mentions des conflits d'intérêts dans les études diffusées</b> .....	<b>18</b>
5.3.1.	L'identification des conflits d'intérêts .....	18
5.3.2.	Les mentions des conflits d'intérêts .....	18
6.	Les analystes financiers qui ne relèvent pas d'un PSI.....	19



**Ce guide a pour principal objet de préciser les attentes du régulateur par le biais de positions et de recommandations, et de rappeler certains textes concernant l'analyse financière.**

Ce guide ne recense pas l'ensemble des règles, positions et recommandations applicables à l'analyse financière, mais vise à clarifier des questions de doctrine que l'AMF a identifiées.

En effet, cette publication intervient à l'issue d'une étude thématique sur l'analyse financière réalisée par l'AMF. L'objectif était d'évaluer dans quelle mesure le dispositif réglementaire actuel permet un encadrement satisfaisant des activités d'analyse financière, s'agissant notamment de la gestion de l'information privilégiée et des conflits d'intérêts dans les relations de l'analyste avec les autres activités de son établissement, avec les émetteurs, et avec ses clients.

Dans un contexte de marché aujourd'hui très différent de celui d'avant 2007, il est apparu utile de faire un état des lieux des pratiques des différents acteurs du secteur de l'analyse financière afin d'identifier des zones de faiblesse ou de risque, et les dispositions réglementaires dont les modalités d'application pratiques méritaient d'être précisées. Les entretiens réalisés courant 2012 avec des prestataires de services d'investissement (ci-après PSI), des sociétés de gestion et des émetteurs ont confirmé les attentes des professionnels en la matière et l'opportunité pour l'AMF de publier un document de doctrine sur ce thème.

Au niveau des établissements, les entretiens ont permis de constater des disparités à la fois dans l'interprétation et dans l'application des textes sur l'analyse financière sur les sujets suivants : le périmètre de l'application des dispositions concernant l'analyse financière, l'indépendance des activités de recherche, les conflits d'intérêts personnels de l'analyste, les relations avec les émetteurs et avec les clients. Il apparaît donc nécessaire que l'AMF apporte des clarifications sur son interprétation de la réglementation au regard de la diversité des pratiques observées dans les établissements dans les domaines cités. Il est également apparu nécessaire de rappeler les règles applicables au statut spécifique de l'analyste ne relevant pas d'un PSI.

Par ailleurs, dans le cadre de la création de la Bourse de l'Entreprise, des réflexions sont en cours sur le sujet du dégroupage entre l'exécution des ordres et les services de recherche pour les valeurs moyennes. Par conséquent, le guide ne traite pas du mécanisme de commission de courtage partagée.

**Les positions et recommandations du présent guide sont applicables au plus tard le 30 juin 2014.**

**Tableau de synthèse : les dispositions liées à l'analyse financière dans le règlement général de l'AMF**

Ce tableau présente les dispositions spécifiques liées à l'exercice d'une activité de production et/ou de diffusion d'analyse financière en fonction des différentes catégories d'acteurs. Il n'intègre pas en revanche l'ensemble des dispositions du règlement général de l'AMF auxquelles sont potentiellement soumises ces entités en vertu de leur statut ou des services d'investissement ou services connexes qu'elles fournissent.

Il est rappelé qu'en application de la Directive MIF les règles d'organisation applicables aux PSI fournissant des services d'investissement ou des services connexes dans d'autres Etats membres sont celles du pays d'origine, alors que les règles de conduite applicables aux services fournis sur le territoire du pays d'accueil sont celles du pays d'accueil. En conséquence, les règles d'organisation issues du RGAMF ne s'appliquent qu'aux PSI français et à leurs succursales européennes. Néanmoins, ces règles (ainsi que les règles de conduite applicables aux PSI) sont pour l'essentiel issues de la transposition de la Directive MIF de sorte que si les PSI agréés dans d'autres Etats membres de l'Espace économique européen ne tombent pas sous le coup des dispositions du RGAMF, ils sont soumis, dans leur Etat, à des dispositions analogues.

**En conséquence, s'agissant des PSI européens lorsque le tableau ci-dessous mentionne « non » ou « non applicable » cela signifie d'une manière générale que ces entités sont soumises, dans leur Etat membre d'origine, à des dispositions analogues à celles issues du RGAMF et non l'absence de règles.**

	PSI français hors succursales EEE <sup>1</sup>	Succursales EEE de PSI français	Succursales en France de PSI européens	Analystes qui ne relèvent pas d'un PSI	Analyse financière diffusée en France ou rendue accessible à des français par des étrangers non PSI ou des PSI étrangers <sup>2</sup>
<b>Règles applicables à la production de recherche en investissement ou d'analyse financière<sup>3</sup></b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>Règles d'organisation :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Transactions personnelles :</b> articles 313-9 à 313-12</li> </ul> </li> </ul>	oui	oui	non	oui (article 327-2)	non
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Conflits d'intérêts :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- articles 313-18 à 313-22 : identification et politique de gestion ;</li> <li>- articles 313-25 à 313-27 : dispositif applicable à l'analyse financière.</li> </ul> </li> </ul>	oui	oui	non	non	non
	oui	oui	non	non	non

<sup>1</sup> EEE : Espace Economique européen.

<sup>2</sup> Cf. articles 315-14 et 328-1 du RG AMF.

<sup>3</sup> Au sens du 4 de l'article L 321-2 du CMF.

<b>Communication à caractère promotionnel- article 313-28</b>	oui	non	oui	non	non
• <b>cartes professionnelles</b> articles 313-29 à 313-37	oui	oui	non	non	non
o <b>Règles de bonne conduite :</b>  article 314-76 : rémunérations	oui	non	oui (pour les services d'analyse exercés en France)	oui (article 327-2)	non
- <b>Règles liées à la production et à la diffusion de recommandations d'investissement :</b>					
• <b>normes générales de présentation des analyses :</b> articles 315-1 à 315-4 ;	oui	oui <sup>4</sup>	oui	oui (article 327-2, pas le 1er alinéa de l'article 315-1)	oui (articles 315-14 et 328-1, pas le 1er alinéa de l'article 315-1)
• <b>mention des conflits d'intérêts :</b> articles 315-5 à 315-9 ;	oui	oui	oui	oui (article 327-2)	oui sauf 315-9 (articles 315-14 et 328-1)
• <b>adaptation des procédures relatives aux avertissements :</b> articles 315-10 à 315-11 ;	oui	oui	oui	oui (article 327-2)	oui (articles 315-14 et 328-1)
- <b>Diffusion des recommandations produites par un tiers</b>					
articles 315-12 et 315-13	oui	oui	oui	non (cf. art 327-19 à 327-23)	oui pour l'article 315-12 (articles 315-14 et 328-1)
- <b>Transparence des analyses financières diffusées à partir de l'étranger.</b>					
article 315-14	non applicable	non applicable	non applicable	non applicable	oui : Analyses diffusées depuis l'étranger et accessibles à des investisseurs français <sup>5</sup>

<sup>4</sup> Analyses financières produites ou diffusées par un PSI français.

<sup>5</sup> Articles 315-14 et 328-1: Les dispositions des articles 315-1 à 315-8 et 315-10 à 315-12 sont applicables aux analyses diffusées à partir de l'étranger et accessibles à des investisseurs résidant habituellement ou établis en France, lorsqu'elles portent sur des émetteurs : 1° Dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 du code monétaire et financier ou pour lesquels une demande

- <b>Gestion des informations privilégiées et restrictions applicables au sein des PSI :</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Procédures dites de « barrières à l'information » :</b> article 315-15 ;</li> <li>• <b>Liste de surveillance :</b> article 315-16 à 315-17</li> <li>• <b>Liste d'interdiction :</b> article 315-18 à 315-19</li> </ul>	oui	oui	non	non	non
- <b>Règles spécifiques aux analystes financiers ne relevant pas d'un PSI :</b>					
articles 327-1	NA	NA	NA	oui	non
article 327-2-1 : restrictions applicables aux transactions personnelles ;	NA	NA	NA	oui	non
article 327-4 : conditions pour assurer l'indépendance ;	NA	NA	NA	oui	non
article 327-5 : conservation des documents ;	NA	NA	NA	oui	non
article 327-6 : mise en place d'une charte d'éthique, sauf si adhésion à une association professionnelle.	NA	NA	NA	oui	non
• <b>Diffusion des recommandations d'investissement produites par un tiers :</b>					
articles 327-19 à 327-23	oui (article 315-12 renvoie aux articles 327-19 à 327-23).	oui (article 315-12 renvoie aux articles 327-19 à 327-23).	oui (article 315-12 renvoie aux articles 327-19 à 327-23).	oui	oui
- <b>Diffusion des analyses financières à partir de l'étranger.</b>					
article 328-1	non applicable	non	non applicable	non applicable	oui : Analyses diffusées depuis l'étranger et accessibles à des investisseurs français <sup>5</sup>

d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ; ou 2° Dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé (Arrêté du 2 avril 2009) « au sens de l'article 524-1 ».

**Champ d'application des positions et recommandations du guide :**

Analyse diffusée en France	PSI français hors succursales EEE*	Succursales EEE d'un PSI français	Succursales en France de PSI européens	Analystes qui ne relèvent pas d'un PSI	Analyse financière diffusée en France ou rendue accessible à des français par des étrangers non PSI ou des PSI étrangers**
<b>1. Position sur les communications à caractère promotionnel</b>	oui	non	oui	non	non
<b>2. Position sur le périmètre d'application</b>	oui	oui	oui	oui	oui
<b>3. Les conflits d'intérêts</b>					
1/ dans l'établissement	oui	oui	non	non	non
2/ les transactions personnelles	oui	oui	non	non	non
3/ les relations avec les émetteurs :					
- Accès aux réunions ;	NA	NA	NA	NA	NA
- Relecture des analyses par les émetteurs ;	oui	oui	non	non	non
- Lien rémunération des analystes et « corporate access » ;	oui	oui	non	non	non
- Lien rémunération des analystes et opérations de marché primaire ;	oui	oui	non	non	non
- Encadrement des frais professionnels	oui	oui	non	non	non
<b>4. Encadrement des prestations commerciales des analystes</b>	oui	oui	oui	oui	oui
<b>5. Préparation et diffusion des études :</b>					
- Règles de diffusion : Cas 1, cas 2 et Cas 3	oui	oui	oui	oui	oui
- Diffusion des recommandations par un tiers ;	oui	oui	oui	oui	oui
- Mention des conflits d'intérêts	oui	oui	oui	oui	oui

\*EEE : Espace économique européen.

\*\*Cf articles 315-14 et 328-1 du RG AMF.

\*\*\* NA : non applicable.

## **1. La recommandation d'investissement à caractère général, l'analyse financière et la recommandation à caractère promotionnel**

### **1.1. La définition de l'analyse financière**

La « recherche en investissement et l'analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers » sont un service connexe aux services d'investissements au sens du 4° de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier. En conséquence, leur exercice ne requiert pas l'obtention d'un agrément. Néanmoins, les personnes qui exercent ce service, PSI ou non, sont tenues au respect des dispositions applicables à l'analyse financière posées dans le règlement général de l'AMF.

La recherche en investissement ou l'analyse financière est définie à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier dans les termes suivants :

« on entend par " recherche en investissements " ou " analyse financière " des travaux de recherche ou d'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 et pour lesquels les conditions suivantes sont remplies :

- 1° Ces travaux ou informations sont désignés ou décrits par l'expression : " recherche en investissements " ou : " analyse financière ", ou sont autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation ;
- 2° Ils ne sont pas assimilables à la fourniture de conseils en investissement ;
- 3° Ils sont effectués conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers »

S'agissant des PSI, en vertu de l'article 313-25 du règlement général de l'AMF, l'analyse financière ou recherche en investissement constitue une sous-catégorie de « recommandation d'investissement » définie à l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier<sup>6</sup>, dénommée « recommandation d'investissement à caractère général » dans le règlement général, l'autre catégorie étant constituée par la communication à caractère promotionnel.

Ainsi, en vertu du 1° de l'article 313-25, pour pouvoir être considérée comme une analyse financière ou une recherche en investissement, une recommandation d'investissement à caractère général doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27. Par défaut, les communications à caractère promotionnel (cf. l'article 313-28) sont les recommandations d'investissement à caractère général qui ne peuvent être labellisées « analyse financière » faute de respecter les dispositions applicables.

<sup>6</sup> Article R. 621-30-1 « Pour l'application des dispositions du IX de [l'article L. 621-7](#), une recommandation d'investissement s'entend de toute étude, information ou opinion, produite dans un cadre professionnel et destinée à être rendue publique, recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement relative :

- a) A une personne dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ;
- b) Aux instruments financiers émis par une telle personne ;
- c) Aux actifs mentionnés au II de [l'article L. 421-1](#) admis à la négociation sur un marché réglementé.

Constituent des recommandations d'investissement :

1° L'ensemble des études, informations ou opinions mentionnées au premier alinéa qui recommandent ou suggèrent, directement ou indirectement, une stratégie d'investissement lorsqu'elles sont produites par une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute autre personne dont l'activité professionnelle principale est de produire de telles études, informations ou opinions, ou les personnes physiques travaillant pour leur compte ;

2° L'ensemble des études, informations ou opinions mentionnées au premier alinéa lorsqu'elles sont produites par toute autre personne que celles mentionnées au 1°, notamment par un journaliste professionnel au sens des articles [L. 7111-3](#) et 4 et [L. 7112-1](#) du code du travail et qui recommandent directement une stratégie d'investissement.

Une recommandation directe d'une stratégie d'investissement s'entend d'une indication explicite de la décision d'investissement recommandée, telle que la décision d'acheter, de conserver ou de vendre. Une recommandation indirecte d'une stratégie d'investissement s'entend d'une indication implicite, notamment par la référence à un objectif ou à une projection de cours, à l'évolution de la situation d'un émetteur ou de toute autre manière de la décision d'investissement recommandée. »

Dans la suite du document, le terme « analyse financière » est utilisé pour désigner indifféremment l'analyse financière et la recherche en investissement.

Par ailleurs, le terme « titre coté » est utilisé dans le guide pour qualifier les instruments financiers admis sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace Economique Européen. Les titres cotés sur un système multilatéral de négociation (SMNO), en particulier les titres cotés sur Alternext n'entrent pas actuellement dans le champ du dispositif réglementaire. Ce champ sera étendu au moment des modifications du RGAMF qui interviendront après l'entrée en vigueur du futur règlement Abus de marché. Les titres cotés sur Alternext seront alors soumis aux règles spécifiques sur l'analyse financière.

## 1.2. Les dispositions spécifiques aux communications à caractère promotionnel

Un PSI peut décider de ne pas soumettre ses activités de production de recommandations d'investissement à caractère général au dispositif réglementaire sur l'analyse financière qui vise à garantir l'indépendance des analyses financières<sup>7</sup>. Dans ce cas, il doit respecter les dispositions de l'article 313-28<sup>8</sup> :

### **Position :**

\* **Pour être clairement identifiée, la recommandation d'investissement à caractère promotionnel doit comporter** une mention en gros caractères en début de document afin de permettre au lecteur de comprendre facilement la teneur du document ;

\* **S'agissant de l'avertissement** qui indique que la recommandation d'investissement « n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et que le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication », il doit être **facilement lisible**, notamment être en caractères bien apparents.

En outre, les communications à caractère promotionnel, parce qu'elles constituent une sous-catégorie de recommandations d'investissement à caractère général, sont aussi soumises, en application de l'article 315-1, aux dispositions sur la production et la diffusion de recommandations d'investissement concernant notamment l'identité des producteurs de recommandations, la présentation équitable des recommandations donnant lieu à diffusion et à la mention des conflits d'intérêts.

## 2. Le périmètre d'application des dispositions relatives à l'analyse financière

### 2.1 L'analyse crédit

La réglementation a été historiquement appliquée à l'analyse actions. Si la population des analystes crédit était limitée au moment de la mise en place du dispositif réglementaire, la situation actuelle est différente. Le nombre d'analystes crédit est en forte croissance, en phase avec les évolutions des marchés financiers.

Certains établissements appliquent le dispositif réglementaire lié à l'analyse financière à l'analyse « *sell side* » actions et crédit. Cette pratique apparaît légitime compte tenu de la proximité entre les équipes spécialisées sur les actions et les analystes crédit.

<sup>7</sup> Articles 313-26 et 313-27 du règlement général de l'AMF.

<sup>8</sup> **Article 313-28** : « La recommandation d'investissement à caractère général mentionnée à l'article 313-25 est soumise aux dispositions législatives et réglementaires applicables aux communications à caractère promotionnel ainsi qu'aux conditions suivantes :

1° Elle est clairement identifiée comme telle ;

2° Elle contient un avertissement indiquant clairement qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et que le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Dans le cas d'une communication orale, elle est accompagnée d'un avertissement similaire ».



L'analyse crédit visée ici (ou analyse « *fixed income* ») consiste à émettre une opinion sur la qualité et le prix des instruments financiers de dette côtés, par opposition à l'analyse « risque-crédit » qui consiste à estimer le risque de contrepartie supporté par les établissements, activité logée au sein des directions des risques des établissements. Seule l'activité des analystes crédit qui diffusent des recommandations d'investissement entre dans le champ de la définition de l'analyse financière et est donc concernée par le dispositif réglementaire.

**Position :**

**Il convient d'appliquer aux analyses crédit qui constituent des recommandations d'investissement les dispositions du règlement général de l'AMF sur l'analyse financière.**

Par conséquent, l'intégralité du dispositif réglementaire s'applique à l'analyse crédit. Si certaines dispositions apparaissent difficilement applicables, le RCSI et l'établissement devront justifier les adaptations éventuellement réalisées.

## 2.2 L'analyse quantitative

**Position :**

**Le dispositif réglementaire de l'analyse financière doit aussi être appliqué à l'activité des analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur des titres de capital ou de créance (arbitrages entre valeurs d'un même secteur, par exemple).**

Toutefois, les risques associés à la production et à la diffusion de recommandations résultant d'une analyse purement technique (par exemple, l'analyse chartiste) par des équipes n'ayant pas de relation directe avec les émetteurs, sont moindres : il appartient donc aux établissements d'identifier celles des dispositions applicables à l'analyse financière qui ne seraient pas pertinentes pour ces analystes.

## 2.3 Les autres activités du bureau de recherche

Les **stratégistes et les économistes** participent aussi activement au fonctionnement du bureau de recherche, et peuvent travailler en étroite collaboration avec les analystes.

**Recommandation :**

**L'AMF recommande pour les activités des stratégistes et des économistes** de laisser au responsable de la conformité de chaque établissement le soin d'apprécier l'opportunité de l'application du dispositif réglementaire de l'analyse financière, en fonction notamment du degré de proximité avec les équipes d'analystes « *sell side* » actions et crédit, de la nature des études qu'ils diffusent (études purement macro-économiques ou études sectorielles contenant potentiellement des recommandations implicites ou explicites sur des instruments financiers ou des émetteurs particuliers) et de l'existence ou non de relations avec les émetteurs.

Les équipes de « **corporate access** » ont des relations étroites avec les émetteurs. Le « *corporate access* » peut revêtir plusieurs formes : organisation dans le cadre d'un « *roadshow* » des rencontres entre une société et des investisseurs, ou à l'inverse organisation pour un investisseur des présentations de plusieurs sociétés, ou mise en présence dans le cadre d'une conférence de plusieurs investisseurs avec plusieurs émetteurs.

Cette activité a un rôle fondamental dans les bureaux de recherche, et regroupe des équipes importantes. Elle est soumise notamment aux règles relatives aux conflits d'intérêts et aux transactions personnelles :

- il est rappelé qu'en vertu de l'article 313-10 du RGAMF, le périmètre d'application des dispositions relatives aux transactions personnelles est défini comme suit : « toute personne concernée ou personne agissant pour le compte de celle-ci intervenant dans des activités susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts ou ayant accès à des informations privilégiées mentionnées aux articles 621-1 à 621-3 ou à d'autres informations confidentielles relatives aux clients ou aux transactions conclues avec ou pour le compte des clients ».

Or, l'activité de « *corporate access* », par le lien de proximité qu'elle requiert avec les émetteurs d'une part et avec les analystes d'autre part, comporte un risque de conflit avec les intérêts des clients de l'analyse financière ;

- de la même manière, le 1° du I de l'article 313-21 prévoit que le PSI doit « identifier, en mentionnant les services d'investissement, les services connexes et les autres activités du prestataire de services d'investissement, les situations qui donnent ou sont susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un client ou de plusieurs clients, à l'occasion de la fourniture d'un service d'investissement ou d'un service connexe ou de la gestion d'OPCVM. » Or l'activité de « *corporate access* » est une des « autres activités » au sens de l'alinéa précité, qui comporte un risque d'atteinte aux intérêts des clients de l'analyse et à ce titre, doit être soumise aux dispositions relatives aux conflits d'intérêts.

Néanmoins, comme elle n'est pas impliquée dans les processus de production et de diffusion des recommandations, cette activité de « *corporate access* » n'est pas concernée par le dispositif réglementaire applicable à la production et la diffusion des recommandations à caractère général diffusées par un prestataire de services d'investissement.

## 2.4 L'analyse buy-side

Les **analystes « buy side »** des sociétés de gestion ne sont pas concernés par le dispositif sur l'analyse financière, bien que certains établissements disposent d'équipes de recherche. Ces analystes font l'interface entre l'analyse « *sell side* » et le gérant, rencontrent eux-mêmes les émetteurs, et ont une influence déterminante sur la décision d'investissement des gérants.

Cependant, parce que ces activités d'analyse ont une vocation exclusivement interne, elles n'entrent pas dans le champ de la définition de la recommandation d'investissement.

En effet, généralement, les analystes des sociétés de gestion ne communiquent les résultats de leurs études qu'aux gérants de leurs établissements. Il n'est donc pas pertinent de leur appliquer les contraintes réglementaires visant à préserver l'indépendance des opinions des analystes, puisque par définition ces analystes ne communiquent pas leur opinion à l'extérieur des sociétés de gestion. En revanche, si ces analystes (et éventuellement les gérants) venaient à diffuser leurs recommandations (notamment en cas d'expression dans les médias), ils seraient soumis aux mêmes règles que les analystes financiers « *sell side* ».

## 2.5 Le périmètre d'attribution des cartes professionnelles d'analystes financiers

Les dispositions des articles 313-29 et suivants demandent aux prestataires de services d'investissement d'attribuer une carte professionnelle d'analyste financier aux personnes physiques qui exercent cette fonction, définie à l'article 313-30 du règlement général de l'AMF comme suit : « ...exerce la fonction d'analyste financier toute personne physique ayant pour mission de produire des recommandations d'investissement à caractère général mentionnée au second alinéa de l'article 313-25 ».<sup>9</sup>

Le critère pour attribuer une carte est en conséquence la production d'une recommandation à caractère général, mais uniquement lorsqu'il s'agit d'analyse financière telle qu'elle est qualifiée au 1° de l'article 313-25. L'attribution des cartes professionnelles est donc limitée aux analystes soumis au dispositif réglementaire sur l'analyse financière, qui vise à « promouvoir l'indépendance des analyses financières ».

<sup>9</sup> « **Article 313-25**

« Lorsqu'elle est diffusée par un prestataire de services d'investissement, une recommandation d'investissement au sens du 1 de l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier, ci-après dénommée « recommandation d'investissement à caractère général », constitue :

1° Soit une analyse financière ou une recherche en investissement lorsqu'elle est conforme à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier ci-après dénommée « analyse financière », soumise aux dispositions des articles 313-26 et 313-27 ;

2° Soit, dans les autres cas, une communication à caractère promotionnel soumise aux dispositions de l'article 313-28. »

Les analystes qui produisent uniquement des communications à caractère promotionnel ne sont pas concernés.

En conséquence, les PSI doivent attribuer des cartes professionnelles aux analystes crédit, aux analystes quantitatifs (en fonction des critères définis au 2.2 ci-dessus), et éventuellement aux stratégestes et économistes (en fonction des critères définis au 2.3 ci-dessus). En revanche, les analystes « *buy side* » ne sont pas concernés par ce dispositif.

### **3. Les conflits d'intérêts**

#### **3.1. Les conflits d'intérêts dans l'établissement**

L'indépendance des analystes doit être préservée surtout dans les situations délicates où l'analyste appartient à un établissement impliqué dans d'autres activités avec des émetteurs, notamment lorsque l'établissement réalise des introductions en bourse ou d'autres opérations de marché primaire.

La mise en place de procédures et contrôles permettant d'assurer l'indépendance de la recherche est aussi importante que la séparation physique des activités d'analyse, de ventes et de *trading*.

Le règlement général de l'AMF exige des PSI qu'ils mettent en place des « procédures efficaces en vue d'interdire ou de contrôler les échanges d'informations (cf. l'article 313-21 II) ou d'organisation, notamment matérielle conduisant à la séparation d'entités... susceptibles de détenir des informations privilégiées » (cf. l'article 315-15).

#### **Position :**

**L'AMF considère que la séparation physique des analystes et des négociateurs/vendeurs** permet d'éviter la fuite des informations confidentielles détenues par l'analyste et leur utilisation inappropriée par les équipes de vente ou de *trading*.

Toutefois, conformément aux dispositions des textes d'application de la Directive MIF dont elles sont issues, les règles d'organisation posées dans le règlement général de l'AMF sont assorties d'un principe de proportionnalité, chaque établissement devant mettre en place des procédures et mesures « appropriées » (cf. articles 313-20 et 313-21 II 1°).

En vertu de ce principe, pour des établissements de petite taille, l'AMF accepte que les équipes partagent les mêmes bureaux à condition que l'établissement soit en mesure de justifier son choix de ne pas mettre en place la séparation physique et établisse que des mesures alternatives efficaces sont mises en place, comme la possibilité d'isolement temporaire des analystes, la séparation des photocopieurs, et une politique de « *clear desk* ».

Il revient à chaque PSI de définir une « politique efficace » (article 313-20), les établissements devant décrire comment ils adaptent leur organisation pour respecter cette disposition.

#### **3.2. Les conflits d'intérêts personnels<sup>10</sup> : les transactions personnelles**

Le règlement général de l'AMF dispose qu'un analyste financier et les autres personnes « concernées » ne peuvent faire des transactions pour leur propre compte sur les titres d'un émetteur sur lequel un analyste doit publier prochainement une analyse financière ou sur tout « autre instrument financier lié » (article 313-27).

Devant les difficultés liées à la mise en place d'un contrôle effectif des transactions, et les risques de divulgation d'information confidentielle ou privilégiée au sein de l'équipe d'analyse financière, de nombreux établissements ont opté pour un dispositif plus strict qu'exigé par la réglementation, c'est-à-dire pour une interdiction permanente des transactions des analystes sur tous les titres cotés (hors OPCVM et gestion sous mandat).

<sup>10</sup> Voir aussi les conflits d'intérêts liés à la rémunération des analystes, évoqués aux paragraphes 3.3.2 et 3.3.3

Du fait de la relation de proximité entre les analystes d'un même bureau de recherche, il paraît insuffisant de limiter l'interdiction aux seules sociétés que l'analyste suit directement à titre personnel.

**Recommandation** : L'AMF recommande que, les établissements mettent en place des dispositifs internes interdisant aux analystes la détention de titres cotés autrement que dans le cadre d'un instrument de placement collectif ou dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Les mêmes modalités doivent s'appliquer aux titres cotés détenus préalablement à leur entrée en fonction par les analystes. L'établissement peut aussi mettre en place des mesures alternatives\* (domiciliation des comptes ou obligation d'accès aux comptes ; système de pré-approbation des transactions personnelles par le RCSI) permettant d'obtenir des résultats comparables, c'est-à-dire évitant l'utilisation d'informations privilégiées.

*\*pour les valeurs autres que celles entrant dans le champ de l'article 313-27.*

### 3.3. Les relations avec les émetteurs

L'analyste a une relation délicate avec les émetteurs, car il doit à la fois avoir une relation de proximité et garder son indépendance d'opinion.

Malgré une certaine standardisation de l'information financière, la pression exercée par les émetteurs sur les analystes reste une réalité, qui peut prendre différentes formes : la relecture des analyses, l'existence de pratique de pilotage de consensus de la part des émetteurs, une pression par le biais du « *corporate access* », l'un des critères importants d'appréciation des bureaux de recherche par le *buy side*, ou bien encore l'existence de pratiques interdisant aux analystes dont les opinions ne sont pas favorables à l'émetteur l'accès aux réunions d'information organisées par ce dernier.

Dans ce contexte, l'AMF souhaite préciser ses attentes sur cinq sujets au cœur de la relation entre les analystes et les émetteurs :

#### 3.3.1. L'accès aux réunions

L'AMF a constaté que les réunions organisées par les émetteurs ne sont pas toujours ouvertes à tous les analystes, ce qui peut nuire à la bonne information du marché.

#### **Rappel de textes :**

L'AMF rappelle aux émetteurs qu'ils doivent garantir un accès égal à l'information qu'ils diffusent, conformément aux dispositions de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF<sup>11</sup>. Ainsi, il n'est pas acceptable qu'un émetteur écarte certains analystes financiers des réunions collectives qui doivent s'adresser à l'ensemble de la population d'analystes, y compris aux analystes crédit.

#### 3.3.2. La relecture des analyses par les émetteurs

La relecture par les émetteurs des études d'analystes est un des éléments qui pourrait permettre aux sociétés cotées d'exercer une pression sur les analystes. L'émetteur doit uniquement vérifier les données factuelles de l'analyse, et ne pas chercher à influencer l'opinion de l'analyste.

A cet égard, l'article 313-27 5<sup>o</sup><sup>12</sup> du règlement général de l'AMF interdit de communiquer un projet d'analyse avant sa diffusion dès qu'il contient une recommandation ou un objectif de prix.

<sup>11</sup> « **Article 223-10-1** : «Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières. »

<sup>12</sup> **Article 313-27 5 °** : « 5° Lorsqu'un projet d'analyse financière contient une recommandation ou un objectif de prix, ni les émetteurs, ni les personnes concernées autres que les analystes financiers, ni quelque autre personne que ce soit, ne sont autorisés à examiner ce projet préalablement à sa diffusion dans le but de vérifier l'exactitude des données factuelles contenues dans le travail d'analyse ou à toute autre fin qui ne serait pas la vérification du respect des obligations professionnelles du prestataire de services d'investissement mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.

Certains établissements estiment qu'il est préférable pour la qualité des travaux de transmettre leur recherche aux émetteurs avant la publication<sup>13</sup> (hors la partie sur la recommandation ou objectif de prix). A l'inverse, plusieurs bureaux ne font plus relire les analyses par les émetteurs estimant qu'il est trop compliqué de ne communiquer qu'une seule partie, et que cela peut nuire à l'indépendance d'opinion de l'analyste.

**Position :**

L'AMF prend acte que la réglementation autorise une transmission des projets d'analyses (en excluant la recommandation et l'objectif de prix) à l'émetteur concerné, sachant qu'il est du ressort de l'analyste et de son établissement de décider de transmettre ou non une analyse à un émetteur, en évaluant l'apport que constituera la relecture de ce dernier pour assurer l'exactitude des éléments factuels mentionnés dans l'analyse.

**3.3.3. Le lien entre la rémunération des analystes et le « corporate access »**

L'AMF constate que le « corporate access », à savoir la mise en relation des émetteurs et des investisseurs, semble être un des critères d'appréciation importants de l'analyse financière par les investisseurs. Aussi, l'analyste est souvent rémunéré, entre autres critères, en fonction du nombre de « road shows »<sup>14</sup> et autres réunions obtenus. Certains établissements ont toutefois préféré écarter les analystes de la préparation de ces événements, car cela avait tendance à les influencer dans leurs recommandations.

**Recommandation :**

En application des articles 313-25 et 313-26 du RGAMF, l'AMF recommande de limiter les liens entre la détermination de la rémunération de l'analyste et le nombre de « road shows » et autres réunions qu'il obtient pour ne pas favoriser un rapprochement entre l'analyste et les émetteurs qui pourrait nuire à son indépendance. Il est donc recommandé aux établissements que le nombre de « road shows » et autres réunions obtenu ne soit pas un critère dominant dans l'appréciation du travail de l'analyste.

**3.3.4. Le lien entre la rémunération des analystes et les opérations de marché primaire**

L'article 313-21 3° du règlement général de l'AMF demande « la suppression de tout lien direct entre la rémunération des personnes concernées exerçant principalement une activité particulière, et la rémunération d'autres personnes concernées exerçant principalement une autre activité, ou les revenus générés par ces autres personnes, lorsqu'un conflit d'intérêts est susceptible de se produire en relation avec ces activités. », ce qui revient à interdire d'indexer la rémunération des analystes sur les revenus générés par une opération de marché primaire.

**Position :**

**La rémunération individuelle d'un analyste ne peut pas être liée aux revenus générés par une opération de marché primaire, quelle que soit la taille de l'établissement.** En revanche, la rémunération peut être liée à la performance globale de l'établissement, y compris lorsque celle-ci repose en pratique sur les revenus générés par quelques opérations par an, mais à condition que ce ne soit pas le seul critère de rémunération variable (à coupler avec des critères qualitatifs, par exemple l'appréciation portée par les clients de la recherche sur la qualité des analyses produites et le respect par l'analyste de la réglementation et des procédures internes).

Aux fins du présent article, on entend par « instrument financier lié » tout instrument financier dont le prix est étroitement dépendant des fluctuations du prix d'un autre instrument qui est l'objet d'analyse financière, y compris les produits dérivés ayant pour sous-jacent cet autre instrument financier. »

<sup>13</sup> Notamment pour valider les agrégats financiers retenus par l'analyste pour étayer son étude.

<sup>14</sup> Il est ici visé toute rencontre investisseur / émetteur qui n'est pas à l'initiative de l'émetteur.

### 3.3.5. Encadrement des frais professionnels

Conformément à l'article 313-27 3°, «Le prestataire de services d'investissement, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de l'analyse financière n'acceptent pas d'avantages de personnes ayant des intérêts importants dans l'objet de l'analyse ».

**Position :**

Ne constitue pas un avantage la prise en charge par un émetteur des frais professionnels des personnes intervenant dans la production d'analyse financière si le montant remboursé est raisonnable et s'inscrit dans le cadre normal du métier d'analyste. Il appartient au responsable de la conformité de l'établissement d'apprécier les situations au cas par cas.

Par exemple, l'AMF considère que la prise en charge par l'émetteur de frais de transport permettant à davantage d'analystes d'assister à une réunion, comme le remboursement de billets de train Eurostar pour Londres peut être admise parce qu'elle n'est pas de nature à générer un conflit d'intérêts. En revanche, des notes de frais concernant des séjours en hôtel de luxe supportées par des émetteurs entrent dans le champ de l'interdiction.

## 4. L'encadrement des prestations commerciales des analystes

Le métier d'analyste financier a évolué et très souvent l'analyste consacre une large part de son travail à le faire connaître auprès de la clientèle. La recherche peut représenter dans les établissements moins de 50% du temps de travail des analystes. Si le travail de l'analyste reste matérialisé par la publication d'une étude assortie d'une recommandation d'investissement, le travail de marketing des études est essentiel. Dans les évaluations des bureaux de recherche par leurs clients, les « *brokers reviews* », l'appréciation de la relation clientèle par l'intermédiaire du « *corporate access* » est un critère fortement valorisé.

Dans la pratique, les analystes disposent souvent d'une liste de clients prioritaires, qu'ils doivent contacter après la publication d'une analyse selon des modalités variables en fonction des établissements. Les clients sont aussi susceptibles d'appeler directement les analystes, sans que cet appel soit déclenché par la diffusion d'une analyse. Les analystes peuvent aussi rencontrer les clients à l'occasion de présentations sectorielles ou autres. Dans ces situations, l'analyste doit respecter les règles applicables à la production et à la diffusion de recommandations d'investissement, lorsqu'elles sont pertinentes, à savoir lorsque cette communication orale s'assimile à la diffusion d'une analyse. L'analyste est par ailleurs soumis aux règles encadrant la diffusion d'information privilégiée.

Quelques exemples de situations exigeant un encadrement spécifique :

- ✓ Si des discussions entre un analyste et ses clients interviennent pendant une période d'interdiction de publier (par exemple, lors de l'application indirecte de la réglementation américaine) ou entre deux publications, il est nécessaire que les procédures internes précisent les règles de conduite à suivre par l'analyste : il peut juste communiquer des informations publiques, et a l'interdiction de commenter toute information non publique. L'analyste est toutefois susceptible de communiquer à ses clients des arguments qu'il n'a pas forcément développés dans une étude, et doit respecter les procédures générales de son établissement concernant les conflits d'intérêts en veillant, ce faisant, à ne pas favoriser les intérêts d'un client en particulier par rapport aux autres.
- ✓ Les analystes sont incités par les établissements à appeler les clients prioritaires. Ces prestations présentent un intérêt pour ces clients seulement si les analystes peuvent communiquer leurs convictions. L'établissement doit faire preuve d'une vigilance particulière afin d'éviter que les prestations orales donnent lieu à la diffusion d'une information privilégiée. L'établissement doit donc disposer de procédures détaillées décrivant le comportement attendu des analystes, notamment dans la période de neutralité avant un changement de recommandation.

- ✓ Enfin, la question de la frontière entre recherche en investissement et recommandation personnalisée se pose en particulier concernant les prestations orales de l'analyste.

Il est rappelé que, comme indiqué par la position-recommandation 2008-23 publiée par l'AMF, « lorsqu'un PSI fournit à un client, à sa demande, le résultat d'une recherche en investissement, d'une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers, cela ne constitue pas un service de conseil en investissement. Toutefois, il en irait autrement si la recommandation générale était présentée comme adaptée au client. » Ceci s'applique en particulier aux conversations téléphoniques des analystes.

Le risque de basculer dans le champ du conseil en investissement apparaît particulièrement fort dans l'hypothèse où les analystes seraient amenés à s'adresser à des clients non professionnels notamment dans le cadre d'une activité de banque privée.

**Position :**

En vertu des articles 313-1, 313-2 et 315-10 du RGAMF, les procédures internes de l'établissement doivent encadrer toutes les prestations des analystes (expression dans les médias, « one-to-one » avec un client ou avec un émetteur, « morning meeting », réunions internes, etc.), et pas seulement la production et la diffusion de recommandations écrites, en déclinant de manière adaptée les dispositions applicables aux recommandations écrites, lorsque ces prestations s'assimilent à la diffusion d'une analyse financière.

Ces procédures doivent également viser à prévenir la diffusion d'information confidentielle ou privilégiée, ainsi que la fourniture d'un service de conseil en investissement dans des conditions non conformes aux exigences réglementaires.

En vertu des articles 313-1 et 313-2 du RGAMF, l'élaboration puis la diffusion de ces procédures doivent s'accompagner d'actions de sensibilisation du personnel destinées en particulier à éviter aux analystes de basculer involontairement dans le champ du service de conseil en investissement qui exige de respecter les règles propres à sa fourniture.

## 5. Préparation et diffusion des études

### 5.1. Règles de diffusion

Pour rappel, jusqu'au 31 octobre 2007, l'article 321-136 du règlement général de l'AMF autorisait les PSI à diffuser leurs analyses financières à des moments différents, à différentes catégories de clients externes et leur imposait seulement de ne pas diffuser par priorité aux départements internes :

« *Le prestataire de services d'investissement établit une procédure déterminant dans quel ordre et selon quelles modalités les analyses et recommandations des analystes sont diffusées :*

*1° Aux départements internes du prestataire de services d'investissement et aux clients extérieurs ;*

*2° Aux diverses catégories de clients extérieurs.*

*Les départements internes du prestataire ne bénéficient d'aucune priorité. »*

Dans la nouvelle rédaction issue de la transposition MIF, le texte ne fait plus référence qu'à une « diffusion avec diligence » de la recommandation d'investissement dans l'article 315-1, ainsi qu'à l'interdiction de communiquer un projet d'analyse financière préalablement à sa diffusion (article 313-27 5° précédemment cité).

Il peut être envisagé de diffuser les travaux de recherche de façon différente à certaines catégories de clients si et seulement si les intérêts de l'ensemble des destinataires de l'analyse financière<sup>15</sup> sont préservés.

<sup>15</sup> Il appartient à l'établissement d'identifier les clients auxquels il adresse ses travaux de recherche en fonction de ses relations commerciales.

Il pourrait ainsi être envisagé d'offrir des prestations écrites ou orales plus consistantes aux clients importants, à condition que les informations essentielles soient disponibles pour tous les destinataires de l'analyse. Dans une telle situation, il est possible, pour des raisons d'ordre matériel, qu'une analyse soit diffusée aux clients institutionnels avant d'être communiquée aux clients de la banque de détail ou que la diffusion soit différenciée selon les catégories de clients (clients « premium » et autres clients), sous réserve que la politique de gestion des conflits d'intérêts établie par le PSI définisse les règles permettant de ne pas nuire aux intérêts des clients qui reçoivent l'information en dernier. Une telle politique peut notamment prévoir qu'une analyse financière soit communiquée avec un décalage au réseau de détail d'un établissement par rapport aux clients habituels du broker du même groupe.

Par ailleurs, les établissements ont fait part à l'AMF de pratiques, en termes de diffusion, qui permettent selon eux uniquement d'avantager leurs clients par rapport à ceux de la concurrence, tout en respectant les règles relatives à la diffusion d'information privilégiée. Ces différentes communications interviennent toutes pendant la fermeture des marchés, et permettent aux analystes ou aux vendeurs de disposer de plus de temps que leurs concurrents, et donc d'avantager leurs clients en diffusant leurs conclusions avant les autres établissements.

Néanmoins, le concept de « fermeture des marchés » est désormais difficile à appréhender s'agissant des émetteurs dont les titres sont négociés sur plusieurs places de cotation dont les horaires de négociation ne coïncident pas. La fermeture des marchés ne peut plus dorénavant empêcher l'utilisation d'une information privilégiée en raison de la part croissante des multi-cotations, de la multiplication des places alternatives et du développement des marchés de gré à gré qui fonctionnent 24h sur 24 (sur les CFD par exemple).

#### **Cas 1 : communication en interne aux vendeurs d'un établissement d'une analyse financière, la veille de sa diffusion, après la clôture du marché**

##### **Position :**

Il arrive qu'une étude soit communiquée aux vendeurs la veille de sa diffusion, après la clôture du marché. Les établissements qui procèdent de cette manière appliquent néanmoins, le cas échéant, les règles relatives à la transmission d'une information privilégiée.

Sont concernés les documents publiés par les bureaux de recherche, quelle que soit la forme de l'analyse financière (flash d'actualité ou publication plus complète).

L'AMF considère que cette pratique est acceptable sous réserve que l'information communiquée le soit dans le respect des règles applicables à la communication d'information privilégiée, le cas échéant. Elle doit s'inscrire dans le cadre du travail « normal » des vendeurs, et il doit être rappelé à ces derniers qu'il leur est strictement interdit d'utiliser l'information à titre personnel et/ou de la communiquer à leurs clients ou à toute autre personne avant sa diffusion officielle.

Il est également demandé aux RCSI dont l'établissement accepte cette pratique de mener des contrôles spécifiques lorsque cette pratique est mise en œuvre (transactions personnelles des vendeurs ou transactions effectuées par l'établissement sur la valeur concernée, écoute de bandes téléphoniques par sondage visant à s'assurer que l'information n'a pas été communiquée à des clients avant diffusion de l'étude).



**Cas 2 : communication en interne aux analystes d'informations sur les opérations primaires, la veille de l'annonce officielle, après la clôture du marché****Position :**

Les analystes\* d'un établissement peuvent recevoir des informations sur les opérations primaires du groupe, la veille de leur annonce officielle, après la fermeture des marchés, pour qu'ils puissent préparer leurs notes dans les meilleures conditions en vue de les publier juste après l'annonce officielle de l'opération.

Cette pratique est acceptable sous réserve que soit respectée la procédure dite de « franchissement de la muraille de Chine », soumise à l'autorisation du prestataire de services d'investissement et à l'information du responsable de la conformité (cf. l'article 315-15) et que l'information privilégiée soit rendue publique par l'émetteur dans des délais très brefs (si possible dès le lendemain, sauf décalage de l'opération qui peut entraîner un allongement involontaire de la période).

Il est aussi demandé aux RCSI d'être particulièrement vigilants sur les publications des analystes quand l'établissement travaille sur des opérations primaires, notamment quand la signature du mandat n'est pas encore intervenue (très souvent l'analyste travaille en amont de la signature et l'opération ne figure pas dans les mentions sur les conflits d'intérêts). Dans le cas où l'établissement détient une information privilégiée, liée à une opération, elle doit être inscrite sur la liste de surveillance prévue à l'article 315-16 3°.

\*hors les analystes ayant déjà franchi les barrières à l'information conformément aux dispositions prévues à l'article 315-15, dans le cadre de la préparation de l'opération.

**Cas 3 : diffusion d'un changement de recommandation en cours de séance**

Les PSI procèdent habituellement à des publications en dehors des périodes d'ouverture des marchés. La publication par un émetteur d'une information importante ou la publication d'une information majeure concernant son secteur d'activité paraissent seules justifier une publication d'un changement de recommandation en cours de séance.

En effet, une publication en cours de séance d'un changement de recommandation ne permet pas aux investisseurs de prendre connaissance de l'information dans des conditions satisfaisantes, quand bien même l'établissement la rend accessible simultanément à l'ensemble de ses clients « recherche », et l'AMF a constaté à plusieurs reprises les effets perturbateurs de telles publications sur le marché du titre concerné.

**Recommandation :**

L'AMF recommande aux établissements de ne publier en cours de séance un changement de recommandation que si l'émetteur concerné a publié une information importante ou si une information importante sur son secteur d'activité a été publiée pendant cette même séance.

**Position :**

Lors de la publication d'un changement de recommandation, l'établissement doit s'assurer qu'aucun service interne n'a pu bénéficier d'une information privilégiée pendant la période qui précède la publication pour éviter tout risque de « *front-running* ». L'établissement doit être particulièrement vigilant lors de la publication d'un changement de recommandation en cours de séance. Dans ce cas, la publication doit être préalablement autorisée par le responsable de l'analyse financière et par le RCSI.

## 5.2. Diffusion des recommandations produites par un tiers

L'AMF rappelle les obligations que le PSI doit respecter lorsqu'il diffuse des recommandations d'investissement produites par un tiers figurant aux articles 315-12 et 315-13 de son règlement général.

En premier lieu, en application de l'article 315-2 du RGAMF, le PSI doit respecter les exigences des articles 327-19 à 327-23 en indiquant clairement sa propre identité ; l'AMF rappelle que les obligations en matière de présentation des recommandations et mention des conflits d'intérêts sont différentes pour le diffuseur selon les situations décrites dans l'article 327-23 :

1. **Si un PSI diffuse une analyse produite par un tiers en la modifiant de façon substantielle**, il doit respecter les obligations imposées au producteur aux articles 315-2 à 315-11 du RGAMF : en particulier la mention de l'identité du PSI ; le respect des normes de présentation figurant à l'article 315-3 ; la mention des conflits d'intérêts du prestataire ou de l'analyste ayant participé à l'élaboration de la recommandation et les informations à fournir décrites dans les articles 315-5, 315-6 et 315-7, la publication trimestrielle des recommandations (article 315-9) et les mesures spécifiques prévues pour l'adaptation des avertissements (articles 315-10 et 315-11).

Dans ce cas, le PSI diffuseur a exactement les mêmes obligations que le producteur, car il a contribué à la production de la recommandation diffusée.

2. **Si un PSI diffuse une analyse produite par un tiers (et ne la modifie pas de façon substantielle), et que le producteur ne l'a pas déjà diffusée** (par un canal donnant à un grand nombre de personnes accès à l'information), il doit respecter les obligations imposées au producteur au quatrième alinéa de l'article 315-6 et aux articles 315-7 à 315-11 ; le PSI n'est pas tenu aux dispositions sur les normes de présentation (puisque la recommandation est élaborée par un tiers qui doit les respecter), en revanche, il doit respecter les dispositions liées aux mentions des conflits d'intérêts.
3. **Si un PSI diffuse une analyse produite par un tiers (et ne la modifie pas de façon substantielle), et que le producteur l'a déjà diffusée**, il doit uniquement indiquer son identité, et le nom de l'autorité de régulation dont il relève. Le PSI n'est pas tenu aux dispositions sur les normes de présentation (puisque la recommandation est élaborée par un tiers qui doit les respecter).

Dans ce cas, il n'est pas utile que le PSI mentionne ses conflits d'intérêts car il n'a pas pu influencer le sens de la recommandation puisqu'elle a déjà été publiée.

Pour ce qui est du producteur de la recommandation, il est rappelé qu'il est tenu dans les 3 situations ci-dessus de publier son identité, de respecter les normes de présentation de l'analyse et les dispositions liées aux mentions des conflits d'intérêts (en application de l'article 315-1 si le producteur est un PSI ou de l'article 327-2 si le producteur est un analyste financier ne relevant pas d'un PSI).

## 5.3. Mentions des conflits d'intérêts dans les études diffusées

### 5.3.1. L'identification des conflits d'intérêts

D'une façon générale, les conflits d'intérêts concernent toute relation significative entre l'analyste ou le PSI et la société cotée suivie. A ce titre, il est du ressort du PSI d'identifier les situations qui «... donnent ou sont susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts... ». Dans ce cadre, il est notamment demandé aux établissements d'intégrer dans leur politique de gestion des conflits d'intérêts, les interactions entre les activités de « *corporate access* », très proches des émetteurs, et les équipes d'analystes.

### 5.3.2. Les mentions des conflits d'intérêts

L'AMF rappelle que les mentions des conflits d'intérêts doivent figurer clairement sur les analyses diffusées et d'une façon bien visible, conformément aux dispositions de l'article 315-7 du RGAMF.

Le PSI a la possibilité de faire figurer un lien direct vers ces mentions sur son site lorsque les mentions des conflits d'intérêts apparaissent disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation diffusée (en application de l'article 315-11). Néanmoins, l'AMF rappelle que tout conflit d'intérêts significatif doit figurer de façon claire et visible dans toute analyse diffusée, en vertu du premier alinéa de l'article 315-7.

Il est notamment demandé dans le cadre que l'article 315-7 que « la recommandation diffusée mentionne clairement et d'une façon bien visible les informations suivantes sur les intérêts et les conflits d'intérêts du prestataire de services d'investissement :

1° Les participations importantes existant entre le prestataire de services d'investissement ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part, au moins dans les cas suivants :

- a) le prestataire de services d'investissement ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ;
- b) L'émetteur détient plus de 5% de la totalité du capital émis du prestataire de services d'investissement ou de toute personne morale qui lui est liée... ».

Il est aussi rappelé que l'article 632-1 alinéa 2 dispose que « ...Constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier<sup>16</sup> ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant... »

Le PSI doit être vigilant sur la rédaction des mentions des conflits d'intérêts, qui ne doivent pas être exprimées de façon générale, mais être adaptées à chaque nouvelle publication en fonction de l'émetteur concerné et des activités effectives de l'établissement.

L'AMF appelle les établissements à une vigilance particulière s'agissant de la mention des conflits d'intérêts dans les situations où les interactions entre l'établissement, l'analyste financier et l'émetteur génèrent de très nombreux conflits d'intérêts.

En application de l'article 315-6, un établissement doit faire apparaître ses conflits d'intérêts éventuels liés à son implication dans une opération primaire sur une valeur qui fait l'objet d'une couverture par son bureau de recherche, à condition que cela n'entraîne pas la diffusion d'informations privilégiées. Il doit aussi indiquer sa qualité de chef de file sur une opération concernant une valeur suivie, en application de l'article 315-7 4°. L'existence d'un contrat de liquidité<sup>17</sup> entre l'établissement et l'émetteur qui fait l'objet de la recommandation doit apparaître clairement, ainsi que tout intérêt financier important entre le prestataire et l'émetteur. De même, doivent être accessibles « les modalités administratives et organisationnelles effectives arrêtées au sein du PSI, y compris les « barrières à l'information », afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement », conformément à l'article 315-8.

## **6. Les analystes financiers qui ne relèvent pas d'un PSI**

Les analystes financiers qui ne relèvent pas d'un PSI ont le plus souvent un statut de CIF « conseiller en investissement financier », et dans ce cadre adhèrent à une association agréée par l'AMF. Les CIF qui exercent une activité d'analyse financière sont également concernés par les dispositions du règlement général de l'AMF spécifiques à l'analyse financière ne relevant pas d'un PSI, notamment concernant les dispositions sur les transactions personnelles. L'AMF souhaite rappeler les dispositions spécifiques figurant dans les articles 327-2 à 327-6 du RGAMF.

<sup>16</sup> Cf. dernier alinéa du 632-1 « Les dispositions du présent article s'appliquent lorsque les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée. Elles s'appliquent également lors d'une offre au public de titres financiers. »

<sup>17</sup> L'AMF rappelle néanmoins le principe d'indépendance de l'animateur applicable aux contrats de liquidité dans le cadre des pratiques de marché admises N°2011-07 et N°2012-04.



L'AMF attire l'attention des analystes financiers ne relevant pas d'un PSI sur les exigences réglementaires communes aux PSI, principalement les règles sur les transactions personnelles (articles 313-9 à 313-12), l'article 314-76 sur les avantages et les rémunérations, les règles liées à la production et à la diffusion des recommandations d'investissement (articles 315-1 à 315-11), ainsi qu'à la diffusion des recommandations d'investissement produites par un tiers (articles 327-19 à 327-23) et à la transparence des analyses financières diffusées à l'étranger (articles 328-1).

Ces dispositions peuvent aussi de façon indirecte concerner les PSI :

- Ces analystes interviennent parfois en sous-traitance des PSI de taille moyenne. Les modalités de diffusion des études produites par un analyste ne relevant pas d'un PSI et diffusées par un PSI sont encadrées de façon précise par les textes (cf. 5.2 Diffusion des recommandations produites par un tiers), et les analystes ne relevant pas d'un PSI sont aussi soumis à des règles spécifiques concernant les transactions personnelles (cf. article 327-2-1). Enfin, de son côté, le PSI doit veiller à l'application des dispositions sur les conflits d'intérêts du II de l'article 313-21, en application des dispositions de l'article 313-26, qui concerne le PSI « qui produit ou organise la production d'analyses financières ».
- Enfin, le chapitre VII du Livre III du RG AMF, dédié aux « analystes financiers ne relevant pas d'un PSI », comporte des articles qui s'appliquent aux PSI concernant la diffusion des recommandations produites par un tiers. En effet, l'article 315-12 stipule que les dispositions des articles « 327-19 à 327-23 » sont applicables aux PSI diffusant des recommandations qui ne sont pas produites par lui-même (cf. 5.2. ci-dessus).