

De code
en code

mélanges
en l'honneur
du doyen

*Georges
Wiederkehr*

DALLOZ

LES CODES DE BONNE CONDUITE EN DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

D'UN CODE À L'AUTRE

par Isabelle RIASSETTO

Professeur à l'Université du Luxembourg

et Michel STORCK

Professeur à l'Université de Strasbourg

1.- En droit des marchés financier, les codes de bonne conduite ont un double visage. Instrument de moralisation des pratiques financières, ils rentrent dans la catégorie des codes au sens large, comme peuvent l'être les codes de l'honneur, de la morale, de l'éthique. Mais ce sont aussi des codes au sens juridique du terme, qui ont une valeur contraignante reconnue, voire consacrée, par les autorités réglementaires et législatives. La bonne conduite devient une obligation codifiée par les professionnels, sous la tutelle et le contrôle d'autorités institutionnelles.

Ces codes réunissent des règles de comportement dont se dote une profession. Ils formalisent ainsi nombre de règles déontologiques applicables à une profession donnée. Ces codes de bonne conduite destinés à régir une profession ne doivent pas être confondus avec les codes, chartes éthiques ou recueils déontologiques dont se dotent individuellement les membres de cette profession.

2.- On peut voir dans la « Charte de bonne conduite à destination des entreprises multinationales », mise au point par les Nations unies dans les années 1970, l'ancêtre des codes de déontologie et chartes éthiques. Une étape

importante a été franchie en France avec la mise en place du groupe de déontologie des activités financières présidé par M. Brac de la Perrière, en 1988. Prenant délibérément ses distances vis-à-vis du système traditionnel d'établissement réglementaire des normes et s'efforçant de dégager les règles de déontologie financière au moyen d'une réflexion menée en commun avec les professionnels à qui elles doivent s'appliquer, ce groupe de travail a construit sa réflexion en matière de déontologie sur la base de deux principes essentiels : la primauté des intérêts des clients et le respect de l'intégrité du marché. Par la suite, une commission présidée par M. Didier Pfeiffer a été chargée, sur le même mode de fonctionnement, de délimiter les pratiques licites ou illicites au regard des articles 9-1, 10-1 et 10-3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Les autorités responsables du marché et les professionnels ont ainsi procédé à une réflexion commune sur la déontologie, ce qui était novateur tant dans la démarche suivie que dans les objectifs fixés. Ces rapports n'édictaient toutefois que des recommandations, dont la valeur contraignante était réduite. Ces recommandations ne pouvaient être des usages professionnels, compte tenu du caractère prospectif de ces réflexions qui n'étaient pas un simple inventaire de pratiques suivies mais qui s'intéressaient plutôt aux pratiques nouvelles qui devraient être suivies dans l'avenir. Ces recommandations n'avaient pas de force contraignante. La portée des principes énoncés par ces groupes de travail ou commissions changera d'assise dès lors que ces règles seront codifiées par les professionnels eux-mêmes, le plus souvent de concert avec des autorités de régulation, et qu'un contrôle de leur application effective sera effectué par les professionnels. Un facteur important de la poursuite des réflexions sur la déontologie et les bonnes pratiques en droit financier, a été la publication en 1991 du *Federal Sentencing Guidelines for Organizations* (recommandations fédérales pour les peines concernant des entreprises), un document qui définit les références que toute organisation (grande ou petite, commerciale ou non) doit respecter pour obtenir une réduction de peine si elle devait un jour être condamnée pour crime fédéral. Bien que destiné aux juges pour les aider dans leurs jugements, ce document a eu un impact considérable en contribuant à établir une référence des meilleures pratiques.

Le référencement des bonnes pratiques en matière financière va devenir un standard international, élaboré par les organisations professionnelles sous un régime de liberté surveillée par les autorités réglementaires. Pour donner plus de force à ces préceptes et prescriptions, les professionnels vont codifier ces bonnes pratiques sous une approche juridique.

3.- Pour les juristes, la codification est une œuvre sans fin qui ne cesse de s'enrichir d'applications nouvelles : codification officielle ou officieuse par le législateur, codification privée par des maisons d'édition, codification-collection par regroupement de textes existants, codification à droit constant par renumérotation de textes antérieurs, codifications nouvelles pour de nouvelles branches d'activité... Ces différents chantiers de codification ont pour objectif commun d'aboutir à une systématisation des règles de droit :

un code est un ensemble de règles homogènes structurées et organisées, ayant une valeur juridique contraignante pour les assujettis. Une distinction naturelle s'opère entre les codifications-consolidations, qui n'emportent pas modification des règles de fond, et les codifications au sens plein du terme, qui tendent à rompre avec les textes antérieurs et avec les règles de fond.

4.— En droit des marchés financiers, les codes de bonne conduite sont une forme hybride de régulation : œuvre d'autorégulation émanant d'organisations encadrant les professionnels de la finance, les codes de bonne conduite ont vocation à être consolidés par les autorités réglementaires et législatives. La consécration pour ces codes de bonne conduite passe par leur disparition sous forme d'intégration dans un ensemble de normes de valeur plus contraignante ou par leur reconnaissance par voie d'homologation. Les codes de bonne conduite sont ainsi un moyen de passer d'une autorégulation adaptée (I), à une régulation imposée (II).

I. — D'UNE AUTORÉGULATION ADAPTÉE...

5.— Si la technique de la codification des règles de bonne conduite par voie d'autorégulation s'avère adaptée en raison de son grand pragmatisme (A), elle n'en interpelle pas moins le juriste sur son opportunité (B).

A. — LE PRAGMATISME DE L'AUTORÉGULATION

6.— L'autorégulation est une forme non législative de régulation financière qui est précisément adaptée au domaine du droit des marchés financiers en raison de son pragmatisme. Émanation des professionnels, le code de bonne conduite présente l'avantage d'être très bien adapté aux préoccupations et contraintes techniques de la profession, mais aussi d'être accepté par ceux auxquels il s'applique. En outre, il permet l'élaboration d'un ensemble de règles de bonnes pratiques structurées en souplesse (*soft law*) pouvant être modifiées dès que le besoin s'en fait sentir. Son élaboration et ses modifications ultérieures présentent l'intérêt d'être simples et peu coûteuses. Sa grande adaptabilité aux besoins de la profession, ainsi que la réactivité et la rapidité avec laquelle il sera adopté ou modifié en font également un mode de régulation apprécié. Un alignement pouvant d'ailleurs s'opérer à tout moment entre les pratiques devant s'imposer au plan international, en l'absence d'autorités supranationales de régulation.

7.— La crise financière de l'automne 2008 a mis en exergue tout l'intérêt des codes de bonne conduite comme outil d'autorégulation à effet immédiat. La réactivité de leurs rédacteurs est sans commune mesure avec la durée d'élaboration d'une norme législative.

À titre d'illustration, des codes de bonne conduite ont en effet été mis en place à marche forcée dans un environnement de crise financière, sous la pression et le contrôle du pouvoir politique. Tel est le cas du code de bonne conduite sur le bonus et sur les parachutes dorés du Medef et de l'Association française des entreprises privées (Afed). Les banques françaises ont accepté de se soumettre sans délai au code de déontologie du Medef et de l'Afed, dans le cadre du plan de soutien de 360 milliards d'euros présenté en octobre 2008 par le gouvernement destiné à débloquer le marché du prêt interbancaire et à enrayer l'assèchement du crédit. Le gouvernement avait annoncé que tous les établissements financiers qui bénéficieraient de la recapitalisation ou du refinancement prévu par le plan de sauvetage bancaire devraient souscrire à ce code de bonne conduite qui limite le versement de « parachutes dorés » aux patrons aux cas de départ contraint de l'entreprise, lié à un changement de contrôle ou de stratégie, et l'exclut lorsqu'ils ont commis des fautes ou mis leur entreprise en difficulté. Ces indemnités de départ ne pourront, par ailleurs, en aucun cas dépasser deux ans de rémunération. Élaboré sous la pression du gouvernement, ce code interdit également le cumul entre l'exercice d'un mandat social (dirigeant non salarié) et un contrat de travail, et le versement de « stock-options » aux dirigeants si l'ensemble des salariés ne bénéficient pas eux aussi d'une forme d'intéressement. Le gouvernement a exigé que ces mesures soient publiquement adoptées avant la fin 2008 par toutes les entreprises cotées en bourse, faute de quoi un projet de loi serait déposé. Les entreprises cotées ont été enjointes par le gouvernement de communiquer à l'Autorité des marchés financiers (AMF) l'acceptation par leur conseil d'administration du code de bonne conduite du Medef.

Cette réactivité de l'autorégulation laisse alors aux pouvoirs publics le temps nécessaire pour l'élaboration de réglementations contraignantes. Il est apparu ainsi, à l'automne 2008, que la crise financière justifiait l'application immédiate de règles qui ne pouvaient être promulguées en temps utile par les autorités politiques.

8.- Par ailleurs, les codes de bonne conduite ont vocation à encadrer des pratiques professionnelles qui sont souvent d'une trop grande technicité pour le législateur ou le pouvoir réglementaire. Réglant minutieusement le détail de certaines règles professionnelles, elle permet de laisser à la norme législative ou réglementaire le soin de poser des règles générales. Il en va ainsi du code de bonne conduite de présentation des performances et des classements des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de l'Association française de la gestion financière (AFG). Sur un marché de plus en plus ouvert et concurrentiel, la comparaison des performances et des classements des OPCVM constitue un élément déterminant dans les choix d'investissements. L'existence en France de règles précises d'évaluation des actifs, l'application obligatoire d'un plan comptable rigoureux et l'établissement, le plus souvent quotidien, des valeurs liquidatives

ont dans les faits déjà normalisé le calcul des performances des OPCVM français. Toutefois, le calcul des performances passées n'est pas le seul élément d'appréciation de la qualité d'une gestion, et ne suffit pas à assurer la comparabilité. Aussi, l'AFG a-t-elle édicté, début 2005, vingt principes de bonne conduite en la matière, approfondissant ainsi un premier code établi en septembre 1998. Ces principes de bonne conduite concernent les professionnels de la gestion (les gestionnaires et, par extension, les promoteurs, les distributeurs, les valorisateurs, les dépositaires), mais aussi les agences de performances et les médias. Le texte comporte deux types de dispositions : les unes constituent des règles déontologiques destinées uniquement aux professionnels de la gestion et revêtent un caractère obligatoire ; les autres ne sont que des recommandations, destinées aux agences de performances et aux médias.

9.- Ce pragmatisme n'exclut pas une certaine concurrence dans l'autorégulation par la pluralité de codes de bonne conduite, comme en témoigne l'exemple des conseillers en investissement financier (CIF). La loi n° 2003-706 de Sécurité financière du 1^{er} août 2003 a créé un statut spécifique pour les CIF. L'instauration d'un statut de conseiller en investissements financiers permet d'encadrer l'exercice de cette profession par un ensemble de règles et de garanties qui consacrent le professionnalisme des personnes exerçant cette activité tout en renforçant la protection des clients. Le législateur a opté pour un principe d'« autorégulation encadrée », c'est-à-dire une régulation par les professionnels eux-mêmes au travers de leurs associations et sous le contrôle du régulateur. Tout conseiller en investissements financiers doit adhérer à une association chargée de la représentation collective et de la défense des droits et intérêts de ses membres. Ces associations sont agréées par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Elles doivent notamment avoir fait approuver par l'AMF le code de bonne conduite auquel sont soumis leurs membres. Ce code doit respecter un minimum de prescriptions fixées par le règlement général de l'AMF obligeant notamment les conseillers en investissements financiers à se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients, à exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de leurs clients, à être dotés des ressources et procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités, à s'enquérir auprès de leurs clients de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi qu'à communiquer aux clients toutes les informations utiles à la prise de décision. Six associations ont été agréées, chacune ayant arrêté un code de bonne conduite imposé à ses membres. Cette mise en concurrence des associations professionnelles montre la souplesse de l'autorégulation contrôlée : plusieurs codes de bonne conduite sont pratiqués par les CIF, dans le respect des principes essentiels formulés par l'autorité de régulation.

10.- Ce pragmatisme explique également une certaine concertation avec l'autorité de régulation, alors que, par nature, l'autorégulation exclut une

quelconque approbation du code par l'autorité de régulation. Les recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique illustrent ce propos. L'activité des journalistes financiers qui émettent des recommandations d'investissement s'inscrit dans le cadre d'une information du public et du marché, mais, conformément à la directive « abus de marché » et notamment la directive d'application n° 2003/125/CE relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, une réglementation est imposée. La forme choisie par le législateur français par la loi du 26 juillet 2005 est l'autorégulation, c'est-à-dire l'obligation faite à ces journalistes financiers d'adhérer à une association professionnelle, cette dernière étant responsable de la déontologie de ses membres. Les articles L. 621-31 et suivants du Code monétaire et financier disposent que les organes de presse qui adhèrent à une association professionnelle dédiée relèvent du code de bonne conduite élaboré par cette association, et dont le respect sera placé sous le contrôle de celle-ci. Dans ce cas, les organes de presse ne sont pas soumis aux dispositions édictées par l'AMF. Un amendement déposé dans le cadre de discussions parlementaires, prévoyait que l'AMF devait approuver le code de bonne conduite établi par l'association : cet amendement a été rejeté, car il s'est révélé être en contradiction avec la directive « abus de marché » qui prévoit soit l'agrément de l'AMF, soit l'autorégulation. L'AMF a toutefois discuté du contenu du code de bonne conduite avec les professionnels et a ainsi été très étroitement associée à son élaboration.

Ce pragmatisme n'étant pas dans certains cas exclusif de tout opportunisme, il conduit à s'interroger sur l'opportunité d'une autorégulation.

B. — UNE AUTORÉGULATION OPPORTUNE ?

11.— L'élaboration d'un code de bonne conduite n'est pas exempte de toute visée opportuniste. Il peut s'agir, tout d'abord, d'un opportunisme de la profession qui voit, par ce biais, l'occasion de témoigner de sa bonne volonté avant qu'une réglementation contraignante ne vienne « d'en haut ». Le code de bonne conduite peut alors apparaître comme un simple écran de fumée. C'est ainsi que l'on a pu douter de la pureté des intentions des initiatives en matière de régulation des *hedge funds* ou fonds de gestion alternative. Il s'agit là de fonds d'investissement qui recherchent un objectif de performance absolue, décorrélée de l'évolution des marchés par l'utilisation de stratégies de spéculation sophistiquées sur toute la gamme des instruments financiers et en particulier sur les instruments financiers dérivés, l'effet de levier à travers la technique de l'emprunt d'espèces et de titres, ainsi que la vente à découvert (*shortselling*). Dans le contexte de crise, alors que des voix s'élevaient déjà pour la mise en place d'une réglementation

européenne contraignante, au Royaume-Uni, le *Hedge Fund Working Group* (HFWG), qui comprend quatorze gérants de *hedge funds* parmi les plus importants, a publié le 10 octobre 2007 des « standards de bonnes pratiques » suivis d'un code de bonne conduite.

12.— Il peut ensuite s'agir d'un opportunisme dans lequel toute considération politique n'est pas étrangère. Le code de bonne conduite apparaît alors comme un instrument du pouvoir qui va en initier l'élaboration. Des codes de bonne conduite ont, en effet, été mis en place dans un environnement de crise financière, sous la pression du pouvoir politique. Tel est le cas du code de bonne conduite sur le bonus et sur les parachutes dorés du Medef et de l'Afep élaboré sous la pression du gouvernement (v. *supra* A). C'est dans le même esprit qu'a été initié le code de bonne conduite portant sur les opérations de prêts aux collectivités locales. L'endettement des collectivités locales engagées dans des opérations d'emprunts contractés sous forme de produits structurés à risque a fait apparaître l'urgence d'une renégociation de ces prêts pour les financements qui n'avaient pas simplement été indexés sur l'inflation, mais sur d'autres paramètres plus risqués. Les associations d'élus et les réseaux bancaires se sont engagés à élaborer, avant fin 2008, un code de bonne conduite sous l'impulsion et le contrôle d'un inspecteur des Finances.

13.— Il demeure que l'élaboration de ces codes est une véritable opportunité pour la profession. En particulier, à l'échelle internationale, l'opportunité de l'autorégulation est aisée à percevoir, dans un contexte concurrentiel échappant à toute réglementation supranationale et en l'absence de régulateur européen ou international. Les codes de bonne conduite permettent aux professionnels d'édicter, en concertation avec les superviseurs nationaux et sous l'égide d'organisations internationales, des standards internationaux destinés à encadrer leur activité dans l'attente de l'éventuelle consécration de ces standards sur une base communautaire harmonisée ou dans des législations nationales.

Ainsi, pour ce qui concerne les fonds souverains qui échappent à toute réglementation internationale — la plupart d'entre eux ne publient d'ailleurs ni bilan ni objectifs de performance —, le G 7 a confié au Fonds monétaire international (FMI) la tâche d'élaborer un code des bonnes pratiques, qui a été publié à l'automne 2008.

Pour les agences de notation, le comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a, en 2004, publié les *Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit*. Ces principes définissent des objectifs de haut niveau que les agences de notation, les régulateurs, les émetteurs ainsi que les autres participants du marché doivent s'efforcer de respecter afin de protéger l'intégrité et l'indépendance des travaux conduisant à l'élaboration des notations de crédit. Les *Éléments fondamentaux* de ce code de bonne conduite ont été conçus comme un ensemble de dispositions devant être prises en compte

par les agences dans l'élaboration de leur code de bonne conduite, tout en introduisant une certaine flexibilité, afin de répondre aux exigences particulières du cadre juridique dans lequel elles opèrent. Les Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation ont été fixés par ce comité technique, en tenant compte des différences de contextes législatifs et réglementaires ainsi que des différentes conditions de marchés en fonction des juridictions. L'OICV a demandé aux agences de notation qu'elles intègrent ces principes au sein de leur propre code de bonne conduite et par ailleurs qu'elles rendent publique la manière dont elles ont procédé à cette transposition. Sur la base de ce cahier des charges, les quatre agences de notation de crédit ont produit en 2005 un code de bonne conduite, ou ont actualisé celui qu'elles avaient déjà élaboré. Trois codes suivent la structure du code de l'OICV. Le quatrième est bâti indépendamment mais contient une table de concordance qui renvoie aux recommandations du code de l'OICV. Ces présentations facilitent la comparaison des codes. Les agences ont pris en compte la plupart des mesures énoncées par le code de l'OICV et la quasi-totalité des recommandations sont reprises *in extenso*. Quelques différences importantes ont cependant été relevées entre le contenu des codes des agences et celui de l'OICV. Certaines mesures ne sont, en effet, pas reprises ou sont traitées d'une manière qui ne paraît pas toujours répondre à l'esprit des mesures du code de l'OICV.

14.- À l'échelle nationale, l'opportunité de l'autorégulation peut s'appréhender au regard de son pragmatisme (v. *supra* A). Elle peut également être perçue comme un véritable laboratoire de production de normes de bonne conduite, dont certaines auront vocation, après avoir été appliquées — testées? —, à être consacrées par le législateur. Elle peut en outre constituer un remède à l'inflation législative galopante régulièrement dénoncée.

15.- L'autorégulation par les Codes de bonne conduite comporte toutefois certaines faiblesses qui peuvent faire douter de son opportunité en toutes circonstances. Au stade de leur élaboration, il est possible de redouter une approche trop orientée, privilégiant les intérêts de la profession et négligeant l'équilibre des intérêts en présence. C'est pourquoi, il peut être opportun d'associer le régulateur ou une autorité à son élaboration.

Par ailleurs, l'autorégulation peut également dans certains cas poser la question de sa légitimité. En effet, pour qu'un code de bonne conduite soit accepté, il faut que celui qui l'édicte (l'organisation professionnelle) soit reconnu par toute la profession. Si tel n'est pas le cas, on peut craindre la multiplication de ces codes. Certes, l'existence de plusieurs codes de bonne conduite pour un même champ d'activité stimule la concurrence dans la détermination des principes régissant la matière, mais elle peut aussi brouiller les références. Sans un mécanisme d'adhésion aux associations professionnelles, il n'est pas exclu de voire apparaître chez certains acteurs une tendance à l'individualisation référentielle. Refusant le « menu » d'un code de bonne conduite, ils préféreront se composer « à la carte » leur

propre code, en picorant dans l'un ou l'autre code les règles qu'ils estiment adaptées à leur situation.

Ensuite, l'application de ces codes repose sur le volontariat et est fondée sur le principe anglo-saxon du « *comply or explain* » (se conformer ou s'expliquer). Ces codes présentent ainsi les faiblesses inhérentes au volontariat en termes de mise en œuvre, mais surtout de contrôle de l'application des normes. Existe-t-il un véritable contrôle ? Dans l'affirmative, qui est en charge de cette tâche : l'organisation professionnelle qui l'a édicté ? Et qui contrôle ladite organisation : l'autorité de régulation ? Relativement simple à aborder à une échelle nationale, cette problématique se complexifie dès que l'on dépasse celle-ci, en l'absence d'autorité de surveillance supranationale. La crise des *subprimes* a été l'occasion de le montrer pour les agences de notation.

Surtout, comme les règles contenues dans les codes de bonne conduite consistent pour l'essentiel en recommandations, elles n'ont pas valeur contraignante, leur transgression n'appelle guère de sanctions. Et lorsqu'elles sont formulées sous forme d'obligations de faire ou de ne pas faire, leur inexécution ne peut entraîner que des sanctions disciplinaires internes prises par l'organisation professionnelle (avertissement, blâme, exclusion). En effet, en l'absence de consolidation du code de bonne conduite ou de ses dispositions par une autorité investie du pouvoir législatif ou réglementaire, ces règles demeurent sous la barrière contraignante de la hiérarchie des normes. À cet égard, si la crise financière a montré les limites de l'autorégulation en matière de règles de bonne conduite en situation de stress des marchés, elle a également permis de prendre conscience de la supériorité d'une intervention d'un régulateur en la matière qui ne soit pas purement cosmétique.

II. – ... À UNE RÉGULATION IMPOSÉE

16.– La réglementation des pratiques financières sous forme de codes de bonne conduite élaborés par les associations professionnelles peut être un mode préparatoire et transitoire de réglementation, pouvant aboutir à une consécration par approbation par l'autorité de régulation (A) ou par incorporation dans la réglementation homologuée ou édictée par les pouvoirs publics (B). On passe ainsi d'une codification sous forme d'autorégulation émanant des professionnels, à une régulation consacrée par l'autorité de contrôle ou le pouvoir réglementaire. Les instances professionnelles qui coordonnent et finalisent ce travail de codification jouent un rôle décisif dans l'élaboration de ces règles de bonne conduite, avant leur intégration dans des textes d'une portée plus contraignante. Ces instances professionnelles renforcent leur légitimité auprès des autorités de régulation, et sont en outre appelées à veiller au respect de ces règles.

A. – L'APPROBATION PAR L'AUTORITÉ DE RÉGULATION

17.– L'article 314-2 du règlement général de l'AMF prévoit que lorsqu'une association professionnelle élabore un code de bonne conduite destiné à s'appliquer aux prestations de services d'investissement ou à la gestion d'OPCVM, l'AMF s'assure de la compatibilité de ses dispositions avec celles de ce règlement général. L'association professionnelle peut demander à l'AMF d'approuver tout ou partie de ce code en qualité de règles professionnelles. L'intérêt d'une telle approbation est de permettre de trouver le point d'équilibre entre les différents intérêts en jeu. Si la norme n'émane que des professionnels, elle court le risque de ne pas assez tenir compte des autres intérêts (intérêts des clients, intégrité du marché).

Quand, après avis de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, l'AMF estime opportun d'appliquer à l'ensemble des prestataires de services d'investissement tout ou partie des dispositions du code en cause, elle fait connaître cette décision en la publiant au Bulletin des annonces légales obligatoires et sur son site.

18.– L'enjeu d'une telle approbation est de taille car la commission des sanctions de l'AMF est habilitée à sanctionner les manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs ou de nature à porter atteinte au bon fonctionnement des marchés (art. L. 621-14; L. 621-15 C. mon. fin.). À ce titre, l'AMF peut sanctionner la violation de dispositions énoncées dans les codes de bonne conduite établis par les instances professionnelles. Cela signifie également que, sur recours, les juges judiciaires et administratifs vont pouvoir en connaître.

19.– Ce pouvoir de sanction peut d'ailleurs être expressément mentionné dans les normes d'encadrement visant à l'élaboration des codes de bonne conduite. L'AMF est expressément chargée de vérifier que les quelque 700 entreprises françaises concernées par le code de bonne conduite du Medef et de l'Afep sur le bonus et sur les parachutes dorés, suivent les règles qui y sont formulées.

Pour le suivi du code de bonne conduite de présentation des performances et des classements des OPCVM de l'AFG, l'AFG a créé, pour compléter le code de bonne conduite, un observatoire dont la mission est d'examiner sur saisine de l'AMF ou de la profession elle-même, les conditions dans lesquelles il a été fait usage des palmarès et trophées auprès du public, et en cas d'utilisation exagérée ou improprie, de faire connaître sa position.

20.– Par ailleurs, il convient d'observer qu'en diffusant leurs codes de bonne conduite les quatre agences de notation (v. *supra* B) ont indiqué clairement qu'elles dégagent leur responsabilité vis-à-vis de quiconque au titre de leur code, politiques ou procédures internes. Elles ont indiqué que leur code n'est ni un engagement ni un élément contractuel dans leurs relations avec leurs clients. En conséquence, elles estiment qu'aucun tiers n'est habilité à

revendiquer l'application des dispositions qu'elles ont prises. S'il est exact que le code de l'OICV fait preuve d'une grande flexibilité en matière de mise en œuvre, il insiste cependant sur l'importance de la prise en compte de ses dispositions et de la surveillance de leur respect. En ce sens, l'OICV a mis en garde les agences de notation en leur demandant un réel engagement vis-à-vis de leurs propres codes. Il est paradoxal que les agences se dotent d'une organisation, de codes, de procédures visant à renforcer leur transparence à l'égard des intervenants du marché et à conforter la confiance qui leur est accordée, tout en affirmant ne pas être liées par les dispositions qu'elles ont prises. Face à cette passivité des professionnels et aux dérapages constatés lors de la crise financière, une voie plus contraignante se profile à l'encontre des agences de notation.

Pour les codes de déontologie approuvés par l'AMF, l'on ne pouvait déjà plus parler de véritable *soft law*, de normes sans valeur contraignante. Avec la consécration par le régulateur s'éloigne totalement l'idée d'autorégulation.

B. – LA CONSOLIDATION PAR LES POUVOIRS PUBLICS

21.– Nombreux sont les exemples de dispositions législatives fixant des règles de bonne conduite imposées à des professionnels de la finance, qui ont pour source directe d'inspiration des principes jusqu'alors formulés par des codes de bonne conduite émanant d'associations professionnelles (1°). La loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 institutionnalise cette pratique, en permettant au ministre des Finances d'homologuer des codes de bonne conduite pour leur conférer une portée réglementaire (2°).

1° La consécration légale ou réglementaire des règles de bonne conduite

22.– Lorsque la règle de bonne conduite revêt une certaine importance ou une certaine généralité, elle peut être consacrée par le législateur. Ce faisant, elle va être extraite du code de bonne conduite pour intégrer d'autres corps de règles. Elle va ainsi « remonter » dans la hiérarchie des normes pour acquérir une valeur contraignante. Selon son degré d'importance, la norme s'inscrira dans un texte à valeur réglementaire tel le règlement général de l'AMF homologué par arrêté ministériel ou la partie réglementaire du Code monétaire et financier, ou bien accédera à la partie législative.

23.– Ainsi, est-il précisé à l'article L. 621-7 du Code monétaire et financier que le règlement général de l'AMF détermine notamment les règles de bonne conduite que doivent respecter à tout moment les personnes placées sous l'autorité de l'AMF (PSI, dépositaires centraux, entreprises de marché, OPC, CIF, analystes financiers, dépositaires d'OPC...). Quand elle le juge

opportun, l'AMF peut ainsi vider de leur contenu les codes de bonne conduite des associations professionnelles, en transposant tout ou partie de leurs dispositions dans des règles générales de bonne conduite. La codification par les professionnels perd alors sa justification et sa légitimité pour laisser la place à des règles de portée réglementaire, dont l'application est directement contrôlée par l'AMF.

24.— Par ailleurs, de nombreuses règles qui s'inscrivaient initialement dans des codes de déontologie ont pu intégrer au fil des réformes successives les « règles de bonnes conduites » des articles L. 533-4 du Code monétaire et financier. Elles figurent aujourd'hui aux articles L. 533-11 et suivants du même Code, profondément modifiés par la transposition en droit français des dispositions de la directive-cadre 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers dite directive MIF. Se trouvent consacrées dans un texte de valeur législative des règles très générales mais non moins fondamentales comme, par exemple, celle de « se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et l'intérêt du marché » (art. L. 533-11 C. mon. fin.). Nombre de dispositions permettent ainsi, par leur caractère très compréhensif et englobant, d'anticiper sur l'évolution des comportements des professionnels concernés sans appeler de modification législative.

25.— Cette remontée peut s'avérer progressive, échelon par échelon, ou constituer un véritable bond en avant, comme en témoigne la directive MIF. Cette directive a imposé aux législateurs nationaux l'obligation d'intégrer dans les textes nationaux des règles de bonne conduite qui pour la plupart étaient déjà énoncées dans des codes de bonne conduite. Ce mouvement de légalisation de pratiques professionnelles a permis d'éviter une césure dans la poursuite d'activité de ces professionnels, rendant ainsi l'échéance de la transposition de la MIF contraignante en termes d'organisation interne, mais non véritablement novatrice dans les règles de bonne conduite qui étaient jusqu'alors autorégulées. La catégorisation des clients, leur profilage, le test d'adéquation, la *best execution*, principes formulés jusqu'alors dans les codes de bonne conduite établis par les professionnels ont changé de nature, devenant des règles légales dont la violation peut être soulevée par les juridictions judiciaires.

26.— Cette consécration exprime également le passage d'une recommandation à une obligation contraignante. Un parfait exemple de cet aspect de la consolidation par le législateur de dispositions figurant dans des codes de bonne conduite des professionnels peut être tiré de l'obligation de vote imposée aux gestionnaires d'OPCVM. Antérieurement à la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, les sociétés de gestion étaient libres d'exercer ou de ne pas exercer les droits de vote attachés aux actions composant l'actif des fonds qu'elle gérait. L'AFG recommandait toutefois aux gestionnaires d'OPCVM d'exercer leurs droits de vote (art. 15, al. 2), mais sans aller jusqu'à instaurer une obligation en ce sens contrairement au souhait de

certaines. La loi de sécurité financière a imposé aux sociétés de gestion de portefeuille l'obligation « d'exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent ». Cette obligation a été introduite en tant que règle de bonne conduite destinée à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. Le règlement général de l'AMF a précisé les conditions d'application de cette obligation dans ses articles 314-100 et suivants. Cet exemple permet d'illustrer le risque de cette consécration dans des normes législatives, de principes jusqu'alors édictés par les professionnels dans leur code de bonne conduite : un passage s'opère ainsi d'un code de bonne conduite fixant des principes à respecter avec discernement à des règles à suivre pointilleusement, mais sans conviction.

27.— Ce passage d'un statut de code de bonne conduite, émanant des autorités professionnelles, à un statut de règles de bonne conduite obligatoires, n'est pas sans incidence pour les investisseurs qui peuvent se prévaloir devant les juridictions d'une violation de dispositions du Code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF. En revanche, la seule violation d'un code de bonne conduite par un professionnel ne peut entraîner que des sanctions internes prises par l'instance professionnelle (v. *supra* I, B), ou par l'autorité de régulation si le code a été approuvé, sans pouvoir donner lieu à l'exercice d'actions en responsabilité civile devant les juridictions judiciaires.

28.— Par ailleurs, le 1^{er} décembre 2008, la Commission européenne a présenté, une proposition de règlement concernant les agences de notation. Les agences de notation devront se soumettre à des règles strictes afin de garantir que les notations ne sont pas influencées par des conflits d'intérêts, que les agences de notation restent vigilantes quant à la qualité de la méthode de notation et des notations elles-mêmes, et qu'elles agissent d'une manière transparente. La proposition prévoit aussi un système de surveillance efficace au titre duquel les autorités européennes compétentes surveilleront les agences. Les codes de bonne conduite élaborés par l'OICV et par les agences de notation ne sont pas abandonnés, mais en sortent au contraire renforcés : certaines des règles proposées par la Commission sont fondées sur les normes définies dans le code de l'OICV, lesquelles acquièrent ainsi un caractère contraignant dans le cadre communautaire. En outre, lorsque les normes de l'OICV ne suffisent pas à rétablir la confiance des marchés et à assurer la protection des investisseurs, la Commission propose des règles plus strictes. Le Parlement européen votera sur ce texte au printemps 2009.

2^o L'homologation des codes de bonne conduite

29.— L'article 152 de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 autorise désormais le gouvernement à prendre, par voie d'ordonnance, les mesures relevant du domaine de la loi nécessaires à la modernisation du

cadre juridique de la place financière française, afin notamment d'harmoniser certaines règles applicables à la commercialisation d'instruments financiers avec celles applicables à la commercialisation de produits d'épargne et d'assurance comparables, et d'adapter les produits d'assurance aux évolutions du marché de l'assurance. L'une des mesures expressément visées porte sur la mise en place, d'une part, à l'initiative des professionnels, de codes de conduite en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne ou d'assurance sur la vie, que le ministre chargé de l'Économie peut homologuer et, d'autre part, de conventions régissant les rapports entre les producteurs et les distributeurs.

C'est dans ce cadre que l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008, prévoit que le ministre chargé de l'Économie peut, après avis du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières et à la demande d'une ou plusieurs organisations représentatives des professionnels du secteur financier figurant sur une liste arrêtée par le ministre, homologuer par arrêté les codes de conduite qu'elles ont élaborés en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne, ainsi que de contrats d'assurance individuels comportant des valeurs de rachat, et de contrats de capitalisation. Il convient d'observer que l'idée n'est pas nouvelle. Recommandée par le rapport Delmas-Marsalet de novembre 2005, l'homologation était déjà à l'ordre du jour du projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié du 21 juin 2006 (n° 3175), ainsi que dans celui du 8 novembre 2006 en faveur des consommateurs (n° 3430), qui n'ont pas abouti.

L'idée directrice est de privilégier une approche de la régulation fondée sur des codes professionnels, laissant aux organisations professionnelles concernées le soin de déterminer les conditions dans lesquelles elles souhaitent s'organiser et de les modifier au gré des évolutions de la pratique, plutôt que de recourir uniquement à des dispositions légales ou réglementaires plus difficilement adaptables. Le rapport Delmas-Marsalet avait déjà justifié cette homologation par la possibilité de rendre opposables les règles figurant dans ces codes à tous les établissements, même dans les secteurs où l'adhésion à une association professionnelle n'est pas obligatoire (entreprises et courtiers d'assurance) et afin de permettre aux régulateurs de faire cesser ou de sanctionner les manquements éventuels à ces règles.

L'homologation de ces codes de bonne conduite les fait certes sortir du domaine de l'autorégulation, mais elle leur confère une valeur contraignante appréciable.

30.— Ces codes devront notamment traiter des moyens dont doivent se doter les intermédiaires pour se conformer à leurs obligations en matière de règles de conduite à suivre dans la vente de produits financiers. Dans ce but, ces codes pourraient tendre à promouvoir la formation et l'information des agents (notamment ceux des réseaux) aux règles de conduite et à décrire les organisations et le fonctionnement des structures de vente

propres à respecter le nouveau cadre réglementaire. Par ailleurs, l'ordonnance confie tant à l'Autorité des marchés financiers qu'à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles un nouveau pouvoir : celui de veiller à ce que les entreprises soumises à leur contrôle mettent en œuvre les moyens adaptés pour se conformer aux codes homologués.

31.— De l'autorégulation véritable à la consécration légale, les règles de bonne conduite en matière financière ont aujourd'hui plusieurs voies pour passer d'un code à l'autre. Toutes n'auront pas ce privilège, mais nombreuses seront celles qui accéderont au statut de norme à valeur contraignante.

Strasbourg - Luxembourg, 6 décembre 2008