

## ÉTHIQUE ET FINANCE

### POURQUOI ET COMMENT, AUX ETATS-UNIS, SE MET EN PLACE PROGRESSIVEMENT UNE FORMATION À «L'ÉTHIQUE FINANCIÈRE»?

HÉLÈNE PLOIX\*

**A**ux Etats-Unis, les grands établissements financiers ont depuis longtemps rédigé des codes de conduite. En général, ces documents décrivent successivement les valeurs de l'entreprise, la nécessité de se conformer à toutes les règles de droit des pays dans lesquels elle exerce, les relations de l'entreprise avec les concurrents, les clients et les fournisseurs, les relations de l'entreprise et les comportements que doivent avoir ses agents avec les administrations publiques et les partis politiques, le comportement que l'entreprise attend de son personnel à son égard. Ces codes sont remis aux nouveaux arrivants. Il est fréquent qu'une lettre du président à chaque membre du personnel, rappelle périodiquement l'importance de la matière. Certains établissements demandent à leurs collaborateurs de signer ce document une fois par an, à la date anniversaire de leur entrée, ou lors de leur entretien annuel afin de remémorer les obligations qu'il contient. Des actions de formation internes sont organisées régulièrement sous forme de séminaire et de conférence.

À côté de cette pratique déjà ancienne, il faut noter un phénomène récent, qui date de 1991 et 1992 : la création d'une formation obligatoire à la déontologie des marchés, créée par les sociétés de marchés que sont le Chicago Mercantile Exchange Board (CME) et le Chicago Board of Trade (CBOT). Plus récemment encore, en 1994, l'Université de New York, a créé un cours spécifique sur les problèmes «d'éthique en finance» (*Ethics in financial markets*). Comme on le verra plus loin, ces enseignements

317

---

\* Directeur général adjoint de la Caisse des dépôts et consignations. Présidente de l'Association d'économie financière.

sont intéressants car ils ne se limitent pas à faire connaître aux participants les règles qu'ils doivent respecter et les principes qu'ils doivent appliquer dans les pratiques opérationnelles (ce que font les codes de conduite dans les établissements financiers), ils cherchent à faire percevoir aux étudiants que leur pratique sera d'autant plus conforme qu'elle sera guidée par un système de valeurs qui les amènera à «bien» réagir dans une situation inattendue. Il s'agit donc bien d'«éthique» confrontée aux réalités des opérations financières.

Trois raisons essentielles, aux dires de mes interlocuteurs, expliquent le développement de formation spécialisée dans le domaine de la déontologie financière : d'abord, il faut éviter que les autorités ne constatent que des manquements aux règles existent et nuisent au bon fonctionnement des marchés, et que ceci ne les incite à renforcer la réglementation. Tout est préférable à la réglementation, jugée comme un frein à la compétitivité d'un marché. Aussi, est-il très important que les responsables de l'organisation d'un marché assurent une parfaite autodiscipline et que l'autoréglementation suffise à remplir les objectifs.

Pour Léo Melamed, Président d'honneur du CME, fondateur et longtemps Président de l'IMM, jusqu'à sa fusion avec le CME, la formation doit faire partie du curriculum scolaire. Dans son esprit, il s'agit bien d'inculquer des principes moraux, éthiques à l'étudiant qui lui serviront de critères et de références lorsqu'il devra réagir à des événements ou choisir un comportement face à une situation inattendue. Une sensibilisation de base, dans le cadre universitaire, est la meilleure façon d'arriver à avoir des règles uniformes sur le plan mondial. Le monde universitaire, dégagé de toutes contraintes concurrentielles et qui n'a pas d'objectif propre à défendre, en la matière, est le plus propice à développer cet enseignement. Mais comme ceci n'existait pas encore et comme il fallait prévenir les conclusions de l'investigation du FBI sur le fonctionnement de ces marchés, le CME, en 1990, a institué son premier programme de formation, suivi l'année suivante, en 1991, par le CBOT.

Ensuite, en 1992, la CFTC (Comoditee Futures Trading Commission) a décidé que tous les participants aux marchés des futures devaient être membres de la NFA (National Futures Association) et devaient suivre des cours sur la déontologie : quatre heures d'initiation et ensuite une heure de mise à jour tous les trois ans. Par cette double action, sélection des futurs professionnels pouvant devenir membres de la NFA, et formation aux pratiques déontologiques, le CBOT comptait devancer toutes tentatives de réglementation par le Congrès.

Pour expliquer le besoin d'une telle formation, il est aussi fait référence à la transformation et à l'élargissement des origines des intervenants sur les marchés. Pour les responsables des marchés de Chicago, les personnes

qui habitent dans le Middle West appartiennent à une tradition de grande éthique. Ceci a permis que l'ensemble du fonctionnement du marché des futures et des options soit défini par des règles et des réglementations internes qui ont su évoluer sur la période et dont il suffisait de faire suivre l'application par des commissions disciplinaires. Aujourd'hui, force est de constater que les intervenants sont d'origine très variée et qu'ils n'ont plus tous ces réflexes innés ou acquis dans le cadre d'un modèle social du bon choix entre les bons comportements et les mauvais. Une interrogation permanente de ceux qui réfléchissent à ces problèmes porte, par exemple, sur les collaborateurs de Michael Milken. Tous se demandent comment l'ensemble de ses collaborateurs a pu le suivre dans des pratiques que tous savaient illégales. C'est cette absence d'esprit critique que souhaitent corriger les formateurs.

Il est clair par ailleurs, que le monde financier témoigne aujourd'hui d'infractions nombreuses à la loi et de pratiques critiquables. C'est pourquoi, Roy Smith, professeur d'éthique financière à New York University, et précédemment responsable de l'Euro-marché chez Goldman Sachs, a souhaité distinguer la matière financière de la pratique des autres secteurs d'activité. En effet, les cours de «business ethics» sont considérés comme trop généraux pour être utiles car ils couvrent, en un temps d'enseignement assez limité, même les sujets d'environnement et abordent ces sujets sous un angle inadapté puisqu'ils invitent l'étudiant à analyser une situation comme si il était le dirigeant de l'entreprise. Il m'assure que toutes les études de cas qui sont produites dans son volumineux manuel de plus de sept cent quatre-vingts pages, trouvent leur origine dans des informations lues dans les journaux et approfondies par les rédacteurs de cas.

319

L'intérêt dont témoignent les étudiants lors de ces discussions de cas, le fait qu'ils souhaitent prolonger la discussion, le degré de participation, sont autant d'indices pour Roy Smith des interrogations que peuvent avoir les étudiants qui se préparent à des responsabilités financières, et confirme l'hypothèse qu'il était indispensable, à ce stade, de développer une formation spécifique.

Les programmes de formation en éthique du CBOT et du CME sont très similaires et ils sont enseignés par les mêmes professeurs de droit. Ce module est intégré à la formation de base de deux jours que doivent suivre tous les membres du marché. Le programme général couvre les règles, les pratiques de fonctionnement, la structure d'autodiscipline et d'organisation interne. Il vise à enseigner aux nouveaux venus, à travers des exemples, ce que sont les règles du trading et leur fonctionnement. Chaque membre doit passer un examen de soixante-quinze questions qui couvrent tous ces concepts. Cet examen s'ajoute à un autre examen sur les

techniques fondamentales de ces marchés, la théorie et la mécanique des futures, des options, etc.

Le module de formation à l'éthique financière qui complète désormais ce programme, consiste en une présentation de la loi et des implications légales des interventions sur le marché. Les pouvoirs disciplinaires au niveau fédéral, de la CFTC, de la NFA, du CBOT et du CME sont analysés. On rappelle les procès qui ont eu lieu. Puis à partir d'exemples et de situations hypothétiques, on fait toucher du doigt aux étudiants les difficultés ou les zones grises qu'ils peuvent rencontrer quand ils ont à effectuer une opération sur le marché. L'objectif des enseignants, qui sont en général des spécialistes en droit pénal, est de créer des discussions sur les situations présentées. Ils mettent l'accent sur la perception de «ce qui est mauvais» et sur «combien les actions mauvaises peuvent faire de mal». Ils cherchent à amener les participants à une compréhension de l'importance et quelquefois de la difficulté de faire ce qui est bien quand ils sont en face d'un dilemme déontologique. Fondamentalement, la session est organisée de telle sorte que les personnes réfléchissent à leur actions aussi bien qu'aux conséquences possibles de celles-ci.

320

En 1992, le Conseil d'administration du CBOT a exigé que tous les membres suivent ce programme. Plus de cinq mille membres ont été touchés d'avril 1992 à juin 1993. En avril 1993, la CFTC a demandé qu'une formation en «éthique» soit suivie par tous les membres de la NFA. Ceci inclut non seulement les brokers et les traders qui travaillent sur ce marché, mais aussi toutes les personnes associées qui doivent s'enregistrer auprès de la NFA. Il y a environ cinquante mille individus aujourd'hui aux Etats-Unis qui sont soumis à cette obligation de suivre cet enseignement.

Cette année, le module d'une heure, «rafraîchissement» de cet enseignement va être mis en œuvre. Ce sera un mélange de pratique et de théorie. Les «compliance officers» (responsables de la conformité ?) expliqueront quelles sont les règles mises à jour récemment et leurs interprétations. Les participants devront en discuter. Un livret sera distribué, rappelant les règles en vigueur sur la pratique des marchés et leur interprétation. Un professeur de droit viendra compléter l'enseignement. Il animera des discussions sur des exemples hypothétiques ciblés soit sur l'interprétation d'une règle soit sur des «zones grises» qui peuvent nécessiter une décision réfléchie s'appuyant sur les valeurs avec lesquelles le marché veut fonctionner.

Le programme d'enseignement de l'Université de New York repose sur les mêmes fondements : analyses de cas mis en évidence par des procès et analyses de pratiques et de comportements dans des situations opérationnelles. Ce cours a pour objectif d'inculquer des principes de base. L'équité en premier lieu. Dans la vie des affaires, elle peut se présenter de manière curieuse. Il est important, me dit Roy Smith, que les étudiants s'en rendent

compte et qu'ils comprennent que dans les sociétés démocratiques il est prioritaire de préserver l'équité et de faire en sorte qu'elle soit bien mise en œuvre.

Le second principe, c'est le respect que doivent avoir de leurs devoirs tous ceux qui ont une obligation fiduciaire ou de «trustee» comme les gestionnaires de fonds, les courtiers, les dealers, etc. Chacun a une responsabilité particulière vis-à-vis de son mandant. Ces obligations fiduciaires peuvent être aussi bien celles des administrations dans le cas d'OPA ou d'acquisition, que celles d'un banquier par rapport à son client, ou celle du gestionnaire de fonds par rapport à la philosophie de gestion de son institution cliente, aux informations confidentielles auxquelles il peut avoir accès dans le cadre de sa mission de gestion ou enfin, que ce soient des manipulations de marchés comme celles réalisées par certains personnels de Salomon Brothers qui, agissant à l'encontre des règles, s'étaient appropriés la totalité de certaines adjudications de bons du Trésor US pour tirer un plus grand bénéfice de leur vente en monopolisant l'offre.

Le troisième grand principe tourne autour des conflits d'intérêt. Entre l'entreprise et son client ; entre le client et son broker ; dans l'utilisation de l'information, qu'il s'agisse de délit d'initié ou tout simplement d'une information concernant son client ; et qu'il s'agisse de l'intérêt des dirigeants par rapport à l'entreprise dans le cas des reprises d'entreprises par les salariés ou d'OPA hostile. Ce peuvent être aussi des conflits de loyauté par exemple pour un salarié à son client ou par rapport à son patron ; des collaborateurs de Michael Milken ont connu de semblables conflits de loyauté qu'ils n'ont pas tranché en faveur de la transparence et du respect des règles de marché. Ont-ils pris conscience de cette situation ? Ont-ils volontairement suivi leur chef ou l'ont-ils fait sans se poser de question ?

321

Au total, l'enseignement porte sur trois thèmes : les marchés, l'éthique, la loi. Sur la loi, outre son explication, le cours insiste sur la compréhension de : pourquoi la loi est élaborée dans ces termes, quand et pourquoi elle a changé, quand elle pourrait rechanger, faut-il anticiper de tels changements ?

Ainsi, la conception et l'organisation de cette formation visent à rendre les intervenants sur le marché capables d'analyser les situations dans lesquelles ils pourraient se trouver, détenteurs de références et de principes suffisants pour identifier les zones d'ombre lorsqu'elles existent, pour avoir le bon réflexe s'ils sont placés dans une telle situation. On retrouve ici une différence assez fondamentale entre l'enseignement français qui a pour objectif de faire mémoriser par l'étudiant toutes les règles et réglementations dans le cadre desquelles il doit fonctionner et l'enseignement américain qui a pour objectif de faire assimiler par l'étudiant un certain

nombre de principes de base qui lui seront utiles pour avoir le bon réflexe lorsqu'il devra choisir entre plusieurs comportements et entre plusieurs actions dans des circonstances variées et inhabituelles. Ceci montre aussi que les américains reconnaissent qu'il n'est pas de déontologie, c'est-à-dire de bon comportement dans le cadre des règles professionnelles, sans une perception profonde et sensible des valeurs «éthique»<sup>1</sup>.

Comme je l'ai dit au début de ce texte, le souhait des principaux intervenants du marché, aux Etats-Unis, est que cette formation, associée à de gros efforts d'autodiscipline et de contrôle disciplinaire par les organisations professionnelles, suffise à assurer un fonctionnement normal des marchés. En effet, ils redoutent par-dessus tout que des manquements conduisent les autorités fédérales à accentuer la réglementation. Or, pour eux, une réglementation accrue affaiblit un marché sans pour autant favoriser des comportements éthiques. Les régulateurs poursuivent des objectifs qui leurs sont propres en édictant des règles. Ils peuvent protéger des factions et leur permettre de l'emporter jusqu'au changement de la donne. Une réglementation trèque les marchés, elle crée toujours des intérêts acquis et modifie le «level playing field» et le positionnement réciproque de ceux qui interviennent. Le marché, lui au moins est neutre. Il n'a pas de point de vue. Le marché, la totale concurrence, mieux qu'un cadre réglementé sont donc propices à de «bons» comportements.

322

L'idéal, est un marché où les transactions sont réalisées par un contact physique ; tel est bien le cas du CBOT ou de CME, où les transactions se font à la criée dans le «pit», la fosse où se rencontrent quotidiennement les mêmes intervenants. Les transactions se concluent par un échange de regard, comme elles se concluaient autrefois sur les marchés par une frappe de mains. Dans une telle organisation, qui peut se permettre de tromper sa contrepartie ? Chacun sait qu'il se retrouvera demain face à elle et que la confiance mutuelle est indispensable pour la progression des affaires de tous. D'ailleurs, ce sont moins les transactions des intervenants sur les marchés, traders ou brokers, qui comportent des risques déontologiques, mais la relation entre le trader ou le broker et son client par rapport à cette transaction : horodatage erroné, modification d'un ordre après qu'il ait été passé, etc. Un bon trader, me dit-on, n'utilisera certainement pas d'information d'initié, car il se demandera si cette information n'a pas été communiquée à d'autres, qui pourraient eux-mêmes en tirer des conséquences inattendues qui gênent le sens de la transaction qu'il compte faire.

La réglementation doit donc être minimale et se limiter à interdire toute tromperie : délit d'initié, communication d'information incomplète, falsification de chiffres et de statistiques ou tout autre élément qui peut influen-

1. Cf. article REF, n° 22.

cer la décision du public. Dans cette définition, on peut constater que non seulement les entreprises, les institutions, mais aussi les Etats peuvent être coupables de tromperie. Ce point de vue semble de plus en plus partagé par les régulateurs mondiaux, puisque les réflexions qu'ont menées le Groupe des Trente, la BRI, le Federal Reserve Board, sur les produits dérivés ont conclu contre une réglementation de ces marchés, mais pour un renforcement des ratios prudentiels, une plus grande transparence sur les risques pris et pour une communication plus précise aux autorités, aux dirigeants d'établissement, aux contreparties et aux clients sur les activités menées par chaque intervenant dans ces domaines.

Comme je l'ai déjà évoqué dans le numéro 26 de la REF, la mondialisation des marchés implique une communauté de valeurs qui guide le comportement opérationnel de chacun. Une nouvelle réflexion sur l'éthique appliquée au monde de la finance pourrait l'expliciter si ces travaux démontrent qu'une telle explicitation est possible. Il appartiendrait alors à chaque intervenant, quelle que soit sa nationalité et le pays dans lequel il opère, de le respecter. Mais ne faut-il pas une institution supranationale et multilatérale pour veiller au bon fonctionnement des marchés, contrôler et sanctionner les déviations. Certains se demandent si ce n'est pas une nouvelle mission à confier au Fonds Monétaire International (FMI). Tout comme il a mis en place et fait fonctionner le système monétaire international en exerçant sa mission de surveillance, il pourrait désormais assurer ce même rôle vis-à-vis des marchés.

323

Certes, les intervenants ne sont pas les mêmes. Les crises monétaires affectent directement les Etats, les à-coups de marché mettent en faillite des établissements financiers qui peuvent être adossés par d'autres établissements financiers et leur banque centrale avant que leur situation ne perturbe l'ordre financier mondial. L'affaire Baring, en août 1890 avec sa filiale argentine, comme en février 1995 avec sa filiale à Singapour le montre bien. Mais nous ne sommes qu'au début de la globalisation des marchés financiers et la prudence peut justifier d'anticiper les évolutions.