



PRÉVENTION ET GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS : ORGANISATION INTERNE ET RÉGLEMENTATION DES BANQUES D'INVESTISSEMENT

FRANÇOIS CHAMPARNAUD*

L'intermédiation financière est par essence porteuse de conflits d'intérêts. Il est difficile d'intervenir au cœur même d'une transaction ou d'un flux de transactions, en s'interposant entre agents économiques à la poursuite d'objectifs contradictoires sans porter atteinte aux intérêts de l'une des parties. Ce ne devient un risque que si l'entité pénalisée appartient à la clientèle de l'intermédiaire, et que ce dernier a, par son action, privilégié les intérêts d'un autre client ou même les siens propres.

La globalisation financière vient aujourd'hui multiplier les risques de conflit :

- la constitution d'acteurs financiers globaux offrant un ensemble de produits et services (*one-stop-shopping*) crée certes des économies d'échelles favorables aux clients, aux entreprises ou aux investisseurs, mais peut aussi générer des difficultés ;
- la structure complexe des grandes

entreprises industrielles transnationales multiplie les occasions pour qu'un intermédiaire financier entre, parfois involontairement, en conflit avec les intérêts d'un client, de ceux de l'une de ses filiales ou de l'un de ses partenaires.

La réponse a longtemps été limitée à une interdiction d'ordre légal. Tel est le cas du Glass Steagall Act. Voté en 1933 et tirant les conclusions des dysfonctionnements apparus lors de la crise financière de 1929, il crée une séparation stricte entre la banque commerciale, qui accepte les dépôts des épargnants, et les métiers du titre (*investment banking, brokers, dealers*). La loi interdisait même que ces deux grands types d'activités soient exercés au sein d'un groupe financier par des filiales distinctes.

Le monde des métiers du titre s'est, de son côté, structuré autour de grandes maisons actives dans la négociation pour compte de tiers ou pour compte propre, comme dans le

* Head of Compliance, groupe Deutsche Bank France.

corporate finance (conseil en fusions-acquisitions, émission d'actions et obligations...) ou la commercialisation de produits et services aux particuliers. Au sein de ces entités, les risques de conflit n'ont pas pour autant disparu. Des tensions ont toujours existé entre ces différentes branches, et les soupçons de conflits d'intérêts y pèsent de façon récurrente.

Bien sûr, interrogations et accusations renaissent avec plus de vigueur en période de marchés difficiles. Après l'effondrement de la bulle Internet, les affaires Enron, WorldCom, et pour les mêmes raisons que dans les années 1930, la réflexion sur la segmentation optimale des métiers du titre a repris, accompagnée d'une forte tentation réglementaire.

La mise en place de règles pour éviter les conflits d'intérêts, ou les gérer quand ils surgissent, ne date pas d'aujourd'hui. Elle s'est effectuée sous la pression des régulateurs anglo-saxons dans les années 1980, mais aussi souvent à l'initiative des intermédiaires financiers eux-mêmes.

En France, les premières recommandations datent de 1988 avec le rapport Brac de la Perrière sur la déontologie des activités financières, et de 1990 avec le rapport Pfeiffer.

Mais, c'est surtout le Conseil des marchés financiers (CMF) qui, à partir de 1997, a créé le cadre réglementaire obligeant chaque intermédiaire à mettre en place des procédures pour éviter et gérer les conflits d'intérêts. Le titre III du règlement général du CMF en confie la mise en œuvre au déontologue. Son contrôle relève (titre II) du responsable du contrôle des services d'investissement. Les deux

fonctions sont souvent exercées par la même personne. Ses prérogatives sont proches de celles du *compliance officer* anglo-saxon.

Il y a conflit d'intérêts si un intermédiaire financier n'agit pas dans le sens des intérêts de l'un de ses clients, soit qu'il doive aussi satisfaire ceux d'un autre client, soit qu'il privilégie, au moins partiellement, son propre intérêt. Mais, le conflit ne conduit pas seulement à des actions potentiellement contraires aux intérêts du client. Il pose aussi un problème de communication de l'information sensible : un client ne peut confier à son intermédiaire des données ou informations confidentielles, s'il pense qu'elles risquent d'être exploitées à des fins contraires à ses propres objectifs.

Les instruments de gestion de conflits d'intérêts seraient, dans les établissements, souvent les mêmes que ceux qui visent à encadrer la circulation de l'information sensible.

DÉTECTER

La première tâche est d'avoir une vue claire, précise et complète du risque de conflit. Il convient donc de tenir à jour la liste exhaustive des relations clients et de ceux qui entretiennent ces relations. Aujourd'hui, les systèmes d'information permettent de suivre l'ensemble des liens que les banques d'affaires ont avec les entreprises : du premier contact à la réalisation du mandat. Le chargé de la relation doit actualiser cette base de données : si un



projet n'aboutit pas mais est remplacé par un autre montage financier, l'évolution doit être décrite dans la base.

De même, la liste des personnels impliqués dans ces contacts doit être très soigneusement tenue à jour.

Cette base de données est centralisée au niveau du groupe. C'est le département déontologie qui, le plus souvent, en a la charge.

Mais, en amont, ce suivi et cette centralisation requièrent la discipline de tous et, en premier lieu, des chargés de relation. C'est la seule condition pour qu'un groupe international, aux activités diversifiées, puisse par rappro-

chement détecter d'éventuels conflits d'intérêts. Sans cet instrument, la tâche relèverait d'un empirisme dangereux.

Cet outil permet au département déontologie d'alimenter une liste de surveillance (cf. encadré 1) des opérations en cours ou en préparation dont la fonction est de vérifier que les personnels impliqués n'effectuent, dans leur fonction ou pour leur compte personnel, des transactions entrant en conflit avec les intérêts des clients de la banque ou exploitant l'information reçue. Bien entendu, ces principes et procédures supposent un contrôle étroit de leur respect.

Encadré 1

La liste de surveillance

Qu'est-ce que la liste de surveillance ou watch list ?

Elle recense les émetteurs et leurs instruments financiers sur lesquels la banque possède une information sensible. Elle est mise à jour quotidiennement à partir de la base des opérations en cours, en préparation ou à partir d'une information considérée comme sensible.

Elle est strictement confidentielle

Elle ne peut être gérée et consultée que par le département déontologie. En aucun cas, elle ne saurait être diffusée à des collaborateurs d'un autre service.

Son rôle

Elle permet de surveiller, contrôler et encadrer la circulation ou l'utilisation des informations sensibles au sein du groupe et notamment dans le cadre de :

- la négociation pour compte propre de la banque (*trading*) ;
- la recherche dans des situations sensibles ;
- la négociation pour compte propre des collaborateurs.

GÉRER

L'existence d'un conflit potentiel entre les intérêts des deux clients peut entraîner plusieurs conséquences.

sont évidents : conseiller simultanément la cible et l'attaquant dans une OPA. D'autres sont moins directs : conseiller une partie tout en montant un financement pour l'autre.

Renoncer à l'un des mandats en discussion

C'est la solution la plus radicale. Elle s'impose, en particulier, lorsqu'il devient impossible d'exécuter les deux opérations en parallèle. Des exemples

La poursuite de deux mandats présentant un conflit d'intérêts

Deux conditions doivent alors être réunies :

- obtenir l'accord formel de toutes les parties après les avoir informées ;

Encadré 2

La liste d'interdiction

La liste d'interdiction vise à éviter que des activités d'une banque ou de ses employés durant une opération financière n'interagissent avec les intérêts du client (risques de manipulation, de *front-running*, de conflits d'intérêts...), mettant en cause sa réputation.

Qu'est-ce que la liste d'interdiction ?

La liste d'interdiction énumère les émetteurs et leurs instruments financiers pour lesquels le groupe a un rôle dans une opération financière. L'inscription en liste d'interdiction se fait dès lors que l'opération est publique.

Accès à tous les collaborateurs

Contrairement à la liste de surveillance qui est confidentielle et qui n'appartient qu'au département déontologie, la liste d'interdiction est accessible à tous les collaborateurs, chacun devant connaître les valeurs interdites.

Son rôle

En fonction du rôle joué dans une opération, une banque peut interdire :

- la négociation pour compte propre de la banque ;
- la publication de recherche ;
- les négociations pour compte propre des collaborateurs.



- faire exécuter les deux mandats par deux équipes séparées, n'entretenant entre elles aucune relation, et de façon à éviter que les informations sensibles ne puisse circuler entre elles (muraille de Chine *ad hoc*).

C'est certainement la façon la plus délicate, mais aussi la plus positive, de résoudre les tensions nées d'un conflit d'intérêts potentiel.

Il convient également d'empêcher la banque d'entrer, par son activité, en conflit avec les intérêts d'un client. De la même façon, une barrière doit être mise, en certaines périodes, aux

opérations personnelles des employés. C'est l'objet de la liste d'interdiction (cf. encadré 2).

ANTICIPER

Certaines activités sont entre elles structurellement en conflits d'intérêts. Il convient de les isoler avec des murailles de Chine (cf. encadrés 3 et 4) permanentes, ainsi entre *sales and trading* et *corporate finance*.

Encadré 3

La forme des murailles de Chine

La muraille de Chine consiste d'abord en une séparation physique en tous les sens du terme : locaux ; matériels ; salles de réunion différentes ; accès aux locaux contrôlé par un système de badge individualisé.

C'est le plus souvent des systèmes d'information distincts. C'est parfois une organisation au plus haut niveau qui écarte, des comités exécutifs traitant les décisions pour compte propre, les responsables des relations avec les grands clients *corporate*.

Leur objet est d'empêcher la circulation indue d'informations sensibles entre départements ou, selon les cas, entre collaborateurs d'un même département.

Des murailles permanentes séparent deux sortes d'activités : celles dans lesquelles les collaborateurs détiennent des informations sensibles (ex : *corporate finance*) ; celles au sein desquelles l'information est réputée publique (*sales, traders* et analystes en contact direct avec les investisseurs et échangeant avec ces derniers des informations disponibles sur le marché).

Une muraille se concrétise par une organisation matérielle adéquate (séparation physique des équipes, des dossiers et des systèmes de stockage ou communication des données).

Des murailles temporaires peuvent aussi être établies sur une durée limitée et selon un cadre *ad hoc* au sein d'un même département. Cette situation est alors notifiée aux intéressés et à leur hiérarchie.



Encadré 4

Les murailles de Chine sont-elles infranchissables ?

Elles peuvent l'être dans des conditions strictement encadrées. Le cas type est celui de l'analyste financier *sell side* que le banquier d'affaires peut utiliser pour l'évaluation d'une entreprise ou la préparation d'une opération.

La procédure de franchissement de la muraille, *wall crossing*, a pour objet de permettre à un collaborateur d'apporter temporairement ses compétences à un autre département que le sien, tout en encadrant la circulation de l'information sensible. Par exemple, lorsque des personnes d'un département de fusions-acquisitions préparent et conseillent une société pour réaliser une offre publique, il est très souvent nécessaire, pour la réussite de leur opération, d'obtenir des avis, des évaluations, des points de vue des analystes sur les secteurs, les sociétés en question. Préalablement à la transmission d'informations sensibles entre départements, la procédure suivante s'applique :

- autorisation préalable du déontologue ;
- accord des supérieurs hiérarchiques de chaque département ;
- information de l'intéressé, de sa qualité d'initié et des conséquences qui en découlent (non-utilisation des informations sensibles dans ses fonctions d'origine) ;
- enregistrement des initiés en liste de surveillance.

Les murailles de Chine

Une institution financière multi-services éprouverait des difficultés à traiter avec ses clients et ses contre-parties, si elle ne disposait pas d'un cloisonnement efficace de ses activités. Imaginons qu'il n'existe pas de murailles de Chine : lorsqu'un banquier d'affaires détient des informations privilégiées sur une société A, il serait alors obligé d'empêcher tous les négociateurs de vendre/acheter des actions de la société A. En d'autres termes, sans muraille de Chine, la banque se retrouverait automatiquement en mode de fonctionnement restreint, à chaque fois qu'un responsable de l'établissement reçoit des informations

confidentielles et/ou privilégiées. Inversement, grâce à l'établissement de murailles de Chine, un négociateur peut vendre/acheter les actions, tant qu'il ne possède pas d'informations privilégiées sur la société en cause.

Le principe du « need to know »

Il est à la base de l'organisation de tout établissement financier et implique que les informations sensibles ne peuvent être divulguées qu'aux seules personnes du même côté d'une muraille, qui en ont un réel besoin pour l'exercice de leurs fonctions. Dans tous les autres cas, il



convient de s'abstenir de toute divulgation.

La filialisation

D'autres solutions réglementaires, plus radicales, ont été mises en œuvre par le législateur : dans tous les grands pays, l'*asset management* est aujourd'hui logé dans des filiales juridiques indépendantes.

La filialisation est aussi très clairement un axe de réflexion des autorités américaines, dans les débats actuels, sur l'indépendance des analystes financiers.

L'ensemble des procédures et règles existantes n'empêchent pas les trans-

gressions. La régulation américaine était, avant les dysfonctionnements récemment révélés, assez satisfaisante dans ses aspects normatifs. Le principal défi, auquel sont confrontés les régulateurs comme les institutions financières, n'est plus dans l'édiction de règles. Il est dans leur effectivité. Il faut donc en amont une formation de l'ensemble des participants, afin qu'ils soient sensibilisés aux risques encourus. Il faut en aval un contrôle efficace. Il faut, enfin, que la régulation soit étendue à toutes les catégories d'acteurs : épargnants, professions de l'information et émetteurs. Il est rare qu'un conflit d'intérêts, voire même un délit boursier, surgisse chez le seul intermédiaire et y reste cantonné.

