

DIRECTIVE 2003/125/CE DE LA COMMISSION**du 22 décembre 2003****portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts****(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)**

LA COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

vu le traité instituant la Communauté européenne,

vu la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ⁽¹⁾, et notamment son article 6, paragraphe 10, sixième tiret,après avoir consulté pour avis technique le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) ⁽²⁾,

considérant ce qui suit:

- (1) La présentation équitable, claire et précise des informations ainsi que la mention des intérêts et des conflits d'intérêts rend nécessaire l'établissement de normes harmonisées, à respecter par les personnes qui produisent ou diffusent des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement destinées aux canaux de distribution ou au public. En particulier, l'intégrité du marché exige que la présentation d'informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement réponde à des normes élevées d'impartialité, de probité et de transparence.
- (2) Le fait de recommander ou de suggérer une stratégie d'investissement a lieu d'une manière soit explicite (telles que les recommandations d'«acheter», de «conserver» ou de «vendre»), soit implicite (par référence à un objectif de cours ou d'une autre manière).
- (3) Les conseils en investissement, fournis sous la forme d'une recommandation personnelle à un client concernant une ou plusieurs opérations sur des instruments financiers (notamment des recommandations informelles d'investissement à court terme provenant des services commerciaux ou des services de négociation d'ordres d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit et adressées à leurs clients), qui ne sont pas susceptibles d'être rendus publics, ne doivent pas être considérés en eux-mêmes comme des recommandations au sens de la présente directive.
- (4) Les recommandations d'investissement qui constituent un fondement possible pour des décisions en la matière doivent être produites et diffusées avec la plus grande diligence afin d'éviter d'induire en erreur les participants au marché.
- (5) L'identité de la personne qui produit des recommandations d'investissement, ses règles de conduite professionnelle et l'identité de son autorité compétente doivent être mentionnées, car elles peuvent représenter une information précieuse pour les investisseurs aux fins de leurs décisions d'investissement.

- (6) Les recommandations doivent être présentées d'une manière claire et précise.
- (7) Les intérêts particuliers ou les conflits d'intérêts des personnes qui recommandent ou suggèrent une stratégie d'investissement peuvent influencer sur l'opinion qu'elles expriment dans leurs recommandations. Afin de permettre d'évaluer l'objectivité et la fiabilité de l'information, il convient que les intérêts financiers significatifs détenus dans tout instrument financier faisant l'objet de l'information recommandant des stratégies d'investissement, ainsi que les conflits d'intérêts éventuels ou les relations de contrôle en rapport avec l'émetteur auquel l'information se rapporte directement ou indirectement, soient mentionnés de manière appropriée. Toutefois, la présente directive ne doit pas exiger des personnes qui produisent des recommandations d'investissement qu'elles passent outre les barrières à l'information mises en place de manière effective pour prévenir et éviter les conflits d'intérêts.
- (8) Les recommandations d'investissement peuvent être diffusées sous une forme inchangée, modifiée ou résumée par d'autres personnes que celle qui les a produites. La manière de procéder des personnes qui diffusent ces recommandations peut exercer une influence notable sur l'évaluation de ces recommandations par les investisseurs. En particulier, la connaissance de l'identité de la personne qui diffuse les recommandations, de ses règles de conduite professionnelle et de la mesure dans laquelle elle a modifié la recommandation initiale peut représenter une information précieuse pour les investisseurs aux fins de leurs décisions d'investissement.
- (9) La mise en ligne de recommandations d'investissement sur des sites internet doit être conforme aux règles concernant le transfert de données à caractère personnel vers des pays tiers prévues par la directive 95/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 24 octobre 1995 relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données ⁽³⁾.
- (10) Les agences de notation de crédit émettent des opinions sur la solvabilité d'un émetteur ou la qualité d'un instrument financier particulier à une date donnée. En tant que tels, ces opinions ne constituent pas des recommandations au sens de la présente directive. Cependant, les agences de notation de crédit devraient envisager d'adopter des politiques et procédures internes visant à garantir que les notations de crédit qu'elles publient sont présentées de manière équitable et qu'elles mentionnent de manière appropriée leurs intérêts ou conflits d'intérêts significatifs en rapport avec lesdits émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations de crédit.

⁽¹⁾ JO L 96 du 12.4.2003, p. 16.⁽²⁾ Le CERVM a été créé par la décision 2001/527/CE de la Commission (JO L 191 du 13.7.2001, p. 43).⁽³⁾ JO L 281 du 23.11.1995, p. 31.

- (11) La présente directive respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus en particulier par la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, notamment par l'article 11 de celle-ci, et par l'article 10 de la convention européenne des droits de l'homme. À cet égard, la présente directive n'empêche en aucune façon les États membres d'appliquer leurs dispositions constitutionnelles en matière de liberté de la presse et de liberté d'expression dans les médias.
- (12) Les mesures prévues par la présente directive sont conformes à l'avis du comité européen des valeurs mobilières,

- 5) par «personne concernée», on entend toute personne morale ou physique produisant ou diffusant des recommandations dans l'exercice de sa profession ou la conduite de son activité;
- 6) par «émetteur», on entend l'émetteur d'un instrument financier auquel une recommandation se rapporte directement ou indirectement;
- 7) par «canaux de distribution», on entend les canaux par lesquels l'information est rendue publique ou est susceptible de l'être, et par «information susceptible d'être rendue publique», toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes;
- 8) par «réglementation appropriée», on entend toute réglementation, y compris l'autorégulation, en vigueur dans les États membres, comme prévu par la directive 2003/6/CE.

A ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

CHAPITRE I

DÉFINITIONS

Article premier

Définitions

Aux fins de la présente directive, les définitions ci-après sont applicables, outre celles qu'énonce la directive 2003/6/CE:

- 1) par «entreprise d'investissement», on entend toute personne au sens de l'article 1^{er}, paragraphe 2, de la directive 93/22/CEE du Conseil ⁽¹⁾;
- 2) par «établissement de crédit», on entend toute personne au sens de l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil ⁽²⁾;
- 3) par «recommandation», on entend 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;
- 4) par «travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement», on entend:
- a) une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une recommandation d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers,
- b) une information produite par d'autres personnes que celles mentionnées au point a) ci-dessus, qui recommande directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier;

CHAPITRE II

PRODUCTION DE RECOMMANDATIONS

Article 2

Identité des producteurs de recommandations

1. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que toute recommandation mentionne clairement et de façon bien apparente l'identité de la personne responsable de sa production, et en particulier le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation ainsi que le nom de la personne morale responsable de sa production.

2. Lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, les États membres exigent que l'identité de l'autorité compétente concernée soit rendue publique.

Lorsque la personne concernée n'est ni une entreprise d'investissement ni un établissement de crédit, mais qu'elle est soumise à des normes d'autorégulation ou à un code de conduite, les États membres s'assurent qu'il soit fait référence à ces normes ou à ce code.

3. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences visées aux paragraphes 1 et 2 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites. Cette adaptation peut inclure notamment une référence à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public, tel qu'un site internet approprié de la personne concernée.

4. Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée dans les États membres, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 2.

Article 3

Norme générale concernant la présentation équitable des recommandations

1. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que toutes les personnes concernées veillent, avec une attention raisonnable, à ce que:

- a) les faits soient clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles;

⁽¹⁾ JO L 141 du 11.6.1993, p. 27.

⁽²⁾ JO L 126 du 26.5.2000, p. 1.

b) toutes les sources soient fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, à le signaler clairement;

c) l'ensemble des projections, des prévisions et des objectifs de cours soient clairement indiqués comme tels et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées.

2. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences visées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites.

3. Les États membres imposent à toutes les personnes concernées de veiller, avec une attention raisonnable, à pouvoir démontrer, sur demande des autorités compétentes, le caractère raisonnable de toute recommandation.

4. Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée dans les États membres, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 3.

Article 4

Obligations supplémentaires concernant la présentation équitable des recommandations

1. Outre les obligations énoncées à l'article 3, lorsque la personne concernée est un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée, toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que cette personne veille, avec une attention raisonnable, à ce que, au moins:

a) toutes les sources importantes quant au fond de la recommandation sont indiquées comme il convient, y compris l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion;

b) toute base ou méthode utilisée pour évaluer un instrument financier ou l'émetteur d'un instrument financier, ou pour fixer l'objectif de cours d'un instrument financier, est résumée d'une manière appropriée;

c) la signification de toute recommandation émise (telle que «acheter», «vendre» ou «conserver»), le cas échéant l'horizon temporel de l'investissement auquel se rapporte la recommandation, est expliquée d'une manière adéquate et que tout avertissement approprié sur les risques (y compris une analyse de sensibilité des hypothèses retenues) est indiqué;

d) il est fait référence à la fréquence prévue, le cas échéant, des mises à jour de la recommandation ainsi qu'à toute modification importante de la politique de couverture précédemment annoncée;

e) la date à laquelle la recommandation a été diffusée pour la première fois aux fins de distribution est indiquée clairement et de façon bien apparente, ainsi que la date et l'heure du cours indiqué pour tout instrument financier;

f) lorsqu'une recommandation diffère d'une recommandation concernant le même instrument financier ou le même émetteur émise au cours des douze mois précédents, ce changement et la date de cette recommandation antérieure sont indiqués clairement et d'une façon bien apparente.

2. Lorsque les exigences énoncées aux points a), b) ou c) du paragraphe 1 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation diffusée, les États membres s'assurent qu'il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les informations requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces informations sur un site internet approprié de la personne concernée, à condition que la base ou la méthode d'évaluation utilisée n'ait pas été modifiée.

3. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences énoncées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites.

Article 5

Norme générale concernant la mention des intérêts et des conflits d'intérêts

1. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes concernées mentionnent toutes les relations et circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation, en particulier lorsque les personnes concernées ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation.

Lorsque la personne concernée est une personne morale, cette exigence s'applique également à toute personne physique ou morale travaillant pour son compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui a participé à l'élaboration de la recommandation.

2. Lorsque la personne concernée est une personne morale, les informations à fournir, conformément au paragraphe 1, incluent au moins:

a) les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont accessibles ou peuvent raisonnablement être considérés comme accessibles aux personnes participant à l'élaboration de la recommandation;

b) les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont connus de personnes n'ayant pas participé à l'élaboration de la recommandation mais ayant accès ou pouvant raisonnablement être considérées comme ayant accès à la recommandation avant sa diffusion aux clients ou au public.

3. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que la recommandation elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 et 2. Lorsque ces exigences risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces mentions sur un site internet approprié de la personne concernée.

4. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences énoncées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites.

5. Les paragraphes 1 à 3 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée dans les États membres, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 à 3.

Article 6

Obligations supplémentaires concernant la mention des intérêts et des conflits d'intérêts

1. Outre les obligations énoncées à l'article 5, les États membres s'assurent que toute recommandation produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, mentionne clairement et d'une façon bien visible les informations suivantes sur leurs intérêts et conflits d'intérêts:

a) les participations importantes existant entre la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part. Ces participations importantes incluent au moins les cas suivants:

- lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur,
- lorsque l'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée.

Les États membres peuvent prescrire des seuils inférieurs au seuil de 5 % prévu dans ces deux cas;

b) les autres intérêts financiers significatifs de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée en rapport avec l'émetteur;

c) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur;

d) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique;

e) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la mention d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période;

f) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation.

2. Les États membres s'assurent que sont mentionnées, en termes généraux, les modalités administratives et organisationnelles effectives arrêtées au sein de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit, y compris les barrières à l'information, afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations.

3. Les États membres s'assurent que, pour les personnes physiques ou morales travaillant pour une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui participent à l'élaboration de la recommandation, l'obligation visée à l'article 5, paragraphe 1, deuxième alinéa, inclue en particulier la mention que leur rémunération est liée, le cas échéant, aux opérations de banque d'affaires effectuées par l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit ou toute personne morale qui leur est liée.

En outre, lorsque ces personnes physiques reçoivent ou achètent des actions des émetteurs avant l'offre publique de ces actions, le prix et la date d'acquisition de ces actions doivent être mentionnés.

4. Les États membres exigent que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit mentionnent trimestriellement la part que représentent les recommandations d'«acheter», de «conserver», de «vendre» ou de termes équivalents dans l'ensemble de leurs recommandations, ainsi que la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories auxquels l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit a fourni des services de banque d'affaires importants au cours des douze derniers mois.

5. Les États membres s'assurent que la recommandation elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 à 4. Lorsque les obligations énoncées aux paragraphes 1 à 4 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces informations sur un site internet approprié de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit.

6. Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les exigences énoncées au paragraphe 1 sont adaptées afin de ne pas être disproportionnées en cas de recommandations non écrites.

CHAPITRE III

DIFFUSION DE RECOMMANDATIONS PRODUITES PAR DES TIERS*Article 7***Identité des personnes qui diffusent des recommandations**

Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que, lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation produite par un tiers, l'identité de cette personne concernée est indiquée clairement et d'une façon bien apparente dans ladite recommandation.

*Article 8***Norme générale concernant la diffusion de recommandations**

Les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que, lorsqu'une recommandation produite par un tiers est substantiellement modifiée dans l'information diffusée, cette information indique clairement et dans le détail la modification substantielle opérée. Les États membres veillent également, lorsque la modification substantielle consiste à changer le sens directionnel de la recommandation (une recommandation d'«acheter» devenant une recommandation de «conserver» ou de «vendre» par exemple, ou vice versa), que les obligations énoncées aux articles 2 à 5 concernant le producteur de la recommandation soient remplies par la personne qui la diffuse, dans la mesure de la modification substantielle effectuée.

En outre, les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes morales concernées qui diffusent, elles-mêmes ou par l'intermédiaire de personnes physiques, une recommandation substantiellement modifiée disposent d'une politique écrite formelle, de façon à pouvoir indiquer aux destinataires de l'information où trouver l'identité de la personne qui a produit la recommandation, la recommandation elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts de ladite personne, pour autant que ces éléments sont publics.

Les premier et deuxième paragraphes ne s'appliquent pas aux informations de presse concernant des recommandations produites par des tiers lorsque la substance de ces recommandations n'est pas modifiée.

Dans le cas de la diffusion d'un résumé d'une recommandation produite par un tiers, les personnes concernées diffusant ce résumé veillent à ce que ce dernier soit clair, ne soit pas trompeur, mentionne le document source et indique à quel endroit le public peut accéder directement et aisément aux mentions concernant ce document source, pour autant que celles-ci soient publiques.

*Article 9***Obligations supplémentaires imposées aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit**

Outre les obligations énoncées aux articles 7 et 8, lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement, un établissement de crédit ou une personne physique travaillant

pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non et qu'elle diffuse des recommandations produites par un tiers, les États membres exigent:

- a) qu'elle indique clairement et d'une façon bien apparente le nom de l'autorité compétente dont relève l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit;
- b) que la personne qui diffuse la recommandation respecte les obligations imposées aux producteurs à l'article 6 si le producteur de cette recommandation ne l'a pas déjà diffusée par un canal de distribution;
- c) que l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit respecte les obligations imposées aux producteurs aux articles 2 à 6 s'il a modifié substantiellement la recommandation.

CHAPITRE IV

DISPOSITIONS FINALES*Article 10***Transposition**

1. Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard le 12 octobre 2004. Ils communiquent immédiatement à la Commission le texte de ces dispositions ainsi qu'un tableau de concordance entre ces dernières et la présente directive.

Lorsque les États membres adoptent ces dispositions, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont adoptées par les États membres.

2. Les États membres communiquent à la Commission le texte des principales dispositions de droit national qu'ils adoptent dans le domaine couvert par la présente directive.

*Article 11***Entrée en vigueur**

La présente directive entre en vigueur le jour de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

*Article 12***Destinataires**

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le 22 décembre 2003.

Par la Commission
Frederik BOLKESTEIN
Membre de la Commission