



**Rapport
au Président
de la République
et au Parlement
2005**

Le présent rapport couvre l'année 2005 et les premiers mois de 2006. Il a été réalisé par les services de l'AMF et achevé d'être rédigé le 28 mars 2006.

Il a été arrêté et signé le 4 avril 2006 par Michel Prada, Président de l'Autorité des marchés financiers, et par M. Jacques Delmas-Marsalet, Mme Claire Favre, MM. Philippe Adhémar, Jean-Paul Redouin, Antoine Bracchi, Jean de Demandolx Dedons, Jean-Michel Naulot, Bernard Esambert, Mme Monique Bourven, MM. Bernard Field, Antoine Giscard d'Estaing, Dominique Hoenn, Yves Mansion, Jean-Pierre Pinatton, Jean-Claude Mothié, membres du Collège.

M. Michel Prada a eu l'honneur de le remettre à M. le Président de la République et à MM. les Présidents du Sénat et de l'Assemblée Nationale, en application de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier.

« En application de la loi du 11 mars 1957 (art. 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992, complétés par la loi du 3 janvier 1995, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans autorisation expresse de l'éditeur. Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre ».

© La Documentation française, Paris 2006.

ISBN 2-11-006097-2

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE



Le Président

Paris, le 9 mai 2006

Monsieur le Président de la République,

J'ai l'honneur de vous présenter, ainsi qu'au Parlement, le troisième rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers.

L'activité des marchés financiers a été particulièrement bien orientée et soutenue en 2005, qu'il s'agisse des marchés d'actions, de produits de taux ou de produits dérivés.

Malgré la hausse du prix du pétrole et les tensions persistantes au Moyen-Orient, la vigueur de la croissance mondiale, la maîtrise de l'inflation et le maintien de taux d'intérêt à long terme relativement bas ont restauré la confiance des investisseurs. La plupart des indices boursiers ont enregistré des progressions à deux chiffres. Les primes de risque se sont maintenues à des niveaux étonnamment bas, de même que la volatilité des cours.

Dans un contexte de reprise modérée de la croissance en Europe, le marché français a connu une évolution particulièrement favorable : le CAC 40 a progressé de 23 % ; le volume des transactions sur actions d'Euronext s'est accru de 11 % ; la capitalisation boursière des sociétés cotées sur Euronext-Paris s'est établie à 1491 milliards d'euros au 31 décembre (au cinquième rang mondial).

Le renouveau des introductions en Bourse observé en 2004 s'est amplifié (42 opérations sur Eurolist et sur le nouveau marché organisé Alternext). Le montant des capitaux levés sur les marchés d'actions en 2005 à cette occasion a atteint 13,5 milliards d'euros, dont 10,5 milliards consécutifs à l'ouverture du capital d'EDF et GDF.

On doit, cependant, noter que la reprise des introductions reste très en deçà de la performance observée Outre-Manche (624 introductions, témoignant du succès de l'AIM, le marché londonien des sociétés en croissance) et ne permet pas de compenser les retraits de la cote sur Euronext-Paris : le nombre de sociétés cotées s'établit désormais à 749 (contre 3091 à Londres et 764 à Francfort au 31 décembre 2005).

Pour la première fois depuis plusieurs années, la contribution nette du marché au financement en capital des entreprises (déduction faite des rachats d'actions) est redevenue positive.

L'industrie française de la gestion d'actifs a connu un exercice particulièrement satisfaisant, les encours sous gestion collective progressant de près de 15 % en un an, à 1155 milliards d'euros au 31 décembre, ce qui maintient la France au premier rang en Europe.

L'année 2005 a, par ailleurs, été marquée par une intense activité normative, directement influencée par la transposition en droit français des directives européennes issues du plan d'action sur les services financiers et, plus généralement, par l'adaptation de notre cadre national de régulation aux conséquences de la globalisation des marchés de capitaux.

L'Autorité des marchés financiers a ainsi été associée à l'élaboration et à la mise en œuvre, notamment par la voie de l'actualisation de son règlement général, de plusieurs dispositions législatives et réglementaires d'importance : la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie et la loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers (DDAC) ont, notamment, tiré les conséquences de l'adoption des directives sur la répression des abus de marché, sur les prospectus publiés par les sociétés cotées et sur la transparence de leur communication financière. L'environnement juridique du fonctionnement des sociétés faisant appel public à l'épargne a été précisé ou modernisé.

Au cours de l'année passée, l'AMF a fixé, par son règlement général, le cadre d'exercice de l'activité des conseillers en investissements financiers et agréé les premières associations professionnelles : la mise au point du dispositif prévu par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 est ainsi achevée.

L'année 2005 marque, également, le passage aux nouvelles normes comptables « IFRS » qui a requis un effort considérable de la part des entreprises cotées auxquelles l'AMF, en coopération avec les organismes concernés (Conseil national de la comptabilité, Compagnie nationale des commissaires aux comptes, Comité européen de régulateurs de valeurs mobilières, etc.) a apporté son appui par diverses communications.

D'importantes évolutions sont, enfin, intervenues en ce qui concerne les produits d'épargne, par suite de nouvelles dispositions communautaires et afin de concilier les exigences de protection des épargnants avec l'incessante innovation qui caractérise ce secteur, dans un contexte de compétition exacerbée entre acteurs et places financières.

La concertation et la consultation sont au cœur du processus de normalisation conduit par l'AMF. Par delà le fonctionnement régulier de ses commissions consultatives et des relations avec les organisations représentatives des acteurs du marché, elle a organisé de nombreux travaux de Place pilotés par un ou deux membres du Collège. Quatre groupes de travail ont ainsi finalisé leurs rapports en 2005 : rapport Naulot sur l'expertise indépendante des opérations financières, rapport Demandolx-Dedons sur l'analyse financière indépendante,

rapport Mansion sur la participation des actionnaires aux assemblées générales, et rapport du groupe présidé par Claire Favre et Jean-Claude Mothié sur l'éducation financière des français. Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège, a remis au ministre des Finances, au début 2006, un rapport fondateur sur la commercialisation des produits financiers, sujet dont l'importance devient cruciale à raison de la sophistication croissante de l'offre et du développement de la commercialisation transfrontière. Enfin, le groupe de travail sur les offres publiques d'acquisition, présidé par Claire Favre et Dominique Hoenn, a remis ses conclusions qui éclaireront les décisions du Collège concernant l'application de la loi de transposition de la directive sur les OPA récemment adoptée par le Parlement. Je note, au passage, que la France sera ainsi dotée d'un dispositif à la fois conforme aux meilleures pratiques internationales de marché, et protecteur des intérêts des actionnaires et de la loyauté de la compétition entre « initiateurs » et « cibles ».

En aval de son activité quotidienne de délivrance d'autorisations individuelles, agréments de prestataires, approbations de programmes d'activité, agréments de produits, recevabilité d'offres publiques, visas de prospectus et notes d'information, enregistrement de documents de référence, particulièrement dense en 2005 dans le contexte de marchés très dynamiques, l'Autorité des marchés financiers a continué d'exercer avec fermeté sa mission de contrôle, de surveillance et de discipline du marché.

1700 situations de marché atypiques ont été analysées, 88 enquêtes et 107 contrôles sur place ont été diligentés, 34 procédures de sanction ont été engagées, 32 décisions ont été rendues, concernant 79 personnes physiques et morales dont 51 ont été sanctionnées, 18 recours étant formés par certaines d'entre elles devant le Conseil d'État ou la Cour d'appel de Paris. 31 dossiers ont, par ailleurs, été transmis à d'autres autorités dont 25 au Parquet.

Comme l'année dernière, je forme le vœu que certains aménagements soient apportés à ce dispositif, notamment par le rehaussement du plafond de certaines sanctions et par l'introduction d'une procédure de transaction, conformément aux propositions du Collège.

Comme les plus actives de ses homologues étrangères, l'Autorité des marchés financiers développe, en outre, une action de prévention, de conciliation et de pédagogie. Son Médiateur a reçu près de 2000 demandes en 2005 dont 485 demandes de médiation et plus de 1500 consultations.

L'Institut de formation des épargnants souhaité par le groupe de place précité a été créé le 26 avril 2006. Il conviendra, pour permettre le déploiement de ses activités, d'en pérenniser et d'en accroître le financement.

Je dois, enfin, évoquer l'importance croissante de la dimension internationale et européenne des activités de l'AMF. Il n'est guère, aujourd'hui, de domaine qui ne soit fortement influencé par cette considération, qu'il s'agisse de la définition des règles qui est, désormais, fortement dépendante du cadrage législatif de l'Union européenne et des standards internationaux, ou de l'action quotidienne, de plus en plus impactée par les opérations transfrontières. L'AMF est donc très

engagée dans les organismes (plus particulièrement l'Organisation internationale des commissions de valeurs et le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières) où se prépare la normalisation internationale et s'attache à promouvoir une coopération effective entre régulateurs sans laquelle la surveillance des marchés serait vaine. Elle milite, plus particulièrement, pour l'élimination des obstacles internationaux qui s'opposent, pour des raisons juridiques, techniques ou de comportement, à la contribution effective de certaines juridictions à la répression des abus de marché. Il s'agit, en effet, d'un facteur déterminant pour la stabilité et l'intégrité des marchés financiers.

La vitalité, comme la compétitivité, de la Place financière de Paris est un enjeu stratégique pour notre pays et, par conséquent, pour le régulateur : c'est une composante majeure du financement optimal et du développement des entreprises ; c'est un outil indispensable pour l'emploi de l'épargne des français dans les meilleures conditions de sécurité et de rendement ; c'est une source significative d'emplois hautement qualifiés et à haute valeur ajoutée ; c'est, au total, un facteur essentiel de dynamisme et de rayonnement.

À cet égard, l'avenir des entreprises de marché et de *post*-marché appelle une vigilance particulière, tant il est clair que d'importantes évolutions structurelles doivent intervenir pour en assurer la croissance et la compétitivité dans le contexte de l'intégration du marché unique en Europe et de la globalisation des marchés financiers. Pour autant, cette évolution doit prendre en compte les intérêts de place, la satisfaction des besoins des usagers et le respect du principe de concurrence qui régit la construction du marché unique des services financiers.

Par ailleurs, la qualité de la régulation est l'un des éléments qui influence les décisions de localisation des acteurs du marché, sans préjudice des données diverses, fiscales, sociales, d'infrastructure, de qualité de vie et autres, qui caractérisent un environnement accueillant. L'AMF est consciente que la régulation de marché est, dans une large mesure, en compétition, et que s'exprime parfois, après quelques années d'intense activité normative, et alors même que beaucoup reste à faire, une certaine « fatigue réglementaire » chez les acteurs du marché. Aussi a-t-elle décidé de lancer, en 2006, un exercice de réflexion approfondie sur ses méthodes, en vue de parvenir, selon le vocable en usage sur les principales places financières, à une « meilleure régulation ».

Cette ambition vise à mieux prendre en compte, dans la définition des règles et leur mise en œuvre quotidienne, les considérations relatives aux enjeux et aux risques, aux coûts et aux avantages, bref à une adéquation plus fine des objectifs et des moyens, permettant de mieux concilier les impératifs de protection de l'épargne et d'efficacité des activités de marché. La mise en application de la nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers, la MIFID, qui est porteuse de profonds changements dans le fonctionnement du marché français, l'évolution des infrastructures de marché et de *post*-marché et la commercialisation des produits d'épargne, seront les domaines privilégiés d'expérimentation de cette démarche.

Pour être effective, la « meilleure régulation » exigera de l'AMF de nouveaux efforts et une écoute encore plus attentive des acteurs du marché. Parce que

les membres comme les personnels de l'Autorité des marchés financiers ont une fois encore démontré, en 2005, l'intensité de leur engagement et la qualité exceptionnelle de leurs prestations, j'ai confiance dans notre capacité collective à relever avec succès les défis de l'avenir.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président de la République, à l'expression de ma très haute considération.



Michel Prada

RAPPORT ANNUEL

Autorité des marchés financiers

PRÉSENTATION DE L'AMF	3
L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS	14
LES MEMBRES DU COLLÈGE DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS	16
LES MEMBRES DE LA COMMISSION DES SANCTIONS	18
ORGANISATION DE L'AMF	20
ORGANIGRAMME DES SERVICES DE L'AMF	21

CHAPITRE 1

L'évolution des marchés
financiers en 2005

1 LES MARCHÉS D' ACTIONS	24
A L'évolution des indices boursiers	24
B L'évolution de l'activité sur les marchés d'actions	27
2 LES MARCHÉS OBLIGATAIRES	34
A La relative stabilité des rendements des emprunts souverains	34
B Le marché du crédit	35
3 LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS	38

CHAPITRE 2

La régulation
et la coopération internationales

1 L'ACTION DE L'AMF AU SEIN DES ORGANISATIONS INTERNATIONALES	43
A Le Forum de la stabilité financière (FSF)	44
B L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)	45
C Le <i>Joint Forum</i>	48
D Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR)	48
E Les relations avec les institutions communautaires	49

2	LES OPÉRATIONS ET L'INFORMATION FINANCIÈRES	50
A	Les travaux de l'OICV relatifs à l'établissement d'un prospectus applicable aux produits de taux	50
B	La directive Prospectus	51
C	La directive Transparence	52
D	Les agences de notation	55
E	Le gouvernement d'entreprise : groupe de travail de l'OICV, travaux de la Commission européenne	56
3	LA COOPÉRATION INTERNATIONALE ET EUROPÉENNE EN MATIÈRE DE COMPTABILITÉ ET D'AUDIT	58
A	Les travaux de l'OICV sur l'information comptable et financière (SC1)	58
B	Le CESR-Fin	59
C	L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs	63
4	INTERMÉDIAIRES, MARCHÉS FINANCIERS ET POST-MARCHÉ	65
A	Les travaux de l'OICV sur les marchés (SC2)	65
B	Les travaux de l'OICV sur les intermédiaires (SC3)	66
C	La directive sur les Marchés d'instruments financiers	67
D	Les réflexions et travaux en cours sur les activités de <i>post-marché</i>	70
5	LA GESTION D'ACTIFS	72
A	Les travaux de l'OICV (SC5)	72
B	Les travaux européens	74
6	SURVEILLANCE, ENQUÊTE ET COOPÉRATION TECHNIQUE	79
A	La coopération en matière d'enquête	79
B	La coopération technique	82

CHAPITRE 3

Les opérations financières et la qualité de l'information

1	L'ÉVOLUTION DE LA RÈGLEMENTATION	87
A	La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie	87
B	La transposition de la directive Prospectus	89
C	L'achèvement de la transposition de la directive Abus de marché	91
D	Les évolutions en matière d'offres publiques d'acquisition	94
E	Les obligations des émetteurs cotés sur Alternext	95
F	Les principes généraux relatifs aux bons d'option et titres de créance complexes	95
G	Le principe de la désignation d'un correspondant en France par les émetteurs dont le siège social n'est pas situé en France	96

2	L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ	97
A	Les opérations financières en 2005	97
B	Les offres publiques en 2005	101
C	Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique	114
D	Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant APE	121
3	CONTENTIEUX ET JURISPRUDENCE	128
A	Cour d'appel de Paris, 13 septembre 2005, dépôt obligatoire d'une offre publique visant les titres Hyparlo sur le fondement de l'article 234-3 du règlement général de l'AMF	128
B	L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposée par France Télécom sur Orange	129
4	LES ASPECTS COMPTABLES	131
A	L'accompagnement de la transition aux IFRS par l'AMF	131
B	L'évolution de la réglementation comptable	131
C	L'état des lieux des normes IFRS approuvées par la Commission européenne	139
5	LE RAPPORT DE L'AMF SUR LES AGENCES DE NOTATION	141

CHAPITRE 4

Les prestataires de services d'investissement, les produits d'épargne et les infrastructures de marché

1	LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES	148
A	Les évolutions de la réglementation en 2005	148
B	Les évolutions réglementaires engagées en 2005	161
C	Les positions adoptées par l'AMF	165
2	LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	168
A	Les sociétés de gestion de portefeuille	168
B	Les dépositaires d'OPCVM	171
C	Les autres prestataires de services d'investissement	172
3	LES OPCVM	175
A	Les principales évolutions de l'offre de gestion collective	175
B	Le bilan des autorisations délivrées en 2005 et l'évolution des encours	180
C	Les agréments délivrés en cours de vie des OPCVM	197

4	L'ÉVOLUTION DES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER (SCPI)	198
A	La collecte des encours	198
B	La politique d'investissement	198
C	Le marché secondaire	199
D	Les opérations concernant les SCPI	199
5	L'ÉVOLUTION DES AUTRES VÉHICULES	200
A	Les fonds communs de créances	200
B	Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)	201
C	Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)	202
D	Les sociétés d'épargne forestière (SEF)	202
E	Les biens divers	202
6	L'AGRÈMENT DES ASSOCIATIONS PROFESSIONNELLES DE CONSEILLERS EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS	202
7	LE FICHIER DES DÉMARCHEURS BANCAIRES OU FINANCIERS	204
8	L'ÉVOLUTION DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	204
A	L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext	205
B	L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH. Clearnet SA	211
C	L'activité et la régulation du dépositaire central Euroclear France	211

CHAPITRE 5

La surveillance et la discipline des marchés

1	L'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE RELATIVE AUX ABUS DE MARCHÉ	216
A	La déclaration des transactions suspectes à l'AMF	216
B	L'obligation d'établir des listes d'initiés	217
C	Les opérations réalisées par les dirigeants et les personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier sur les titres de la société	217
D	Le rachat d'actions	217
E	L'élargissement du pouvoir de sanction de l'AMF	218
2	LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS	218
A	La fusion des outils informatiques	219
B	Un renforcement de la surveillance grâce aux nouvelles obligations	219
3	LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	220
A	Les contrôles sur pièces	221

B Les contrôles sur place	225
C La surveillance des marchés et des prestataires	227
4 LES ENQUÊTES	228
A L'origine et la typologie des enquêtes	228
B La coopération internationale	229
5 LES TRANSMISSIONS À D'AUTRES AUTORITÉS EN 2005	231
A Les transmissions aux autorités judiciaires	231
B Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles	232

CHAPITRE 6

La Commission des sanctions

1 L'ACTIVITÉ DE LA COMMISSION DES SANCTIONS EN 2005	235
2 LES DÉCISIONS DE LA COMMISSION DES SANCTIONS PRONONCÉES EN 2005 ET LEURS SUITES	237
3 LES SUITES DES DÉCISIONS ANTÉRIEURES À 2005	267

CHAPITRE 7

L'Autorité des marchés financiers et le public

1 LE RAPPORT DU MÉDIATEUR	277
A Présentation du service de la médiation	277
B Le flux des dossiers de consultation et de médiation	279
C Les thèmes traités	280
D Les perspectives	288
2 LES CONSULTATIONS ET LA CONCERTATION AVEC LA PLACE	289
A Les travaux des commissions consultatives	289
B Les travaux des groupes de place	296
C Le conseil scientifique	309

3	LES ACTIONS PÉDAGOGIQUES ET L'INFORMATION DU PUBLIC	310
A	Les actions pédagogiques	310
B	Les alertes des régulateurs	312
C	Le site internet	313
D	Le centre de documentation et d'information du public	314
E	La coopération avec la Banque de France	317

	Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers	320
--	--	-----

1	COMPTE DE RÉSULTAT	322
----------	---------------------------	------------

2	BILAN ET CHIFFRES-CLÉS	325
----------	-------------------------------	------------

3	NOTES ET ANNEXES	326
----------	-------------------------	------------

	INDEX	330
--	--------------------	------------

Un cd-rom comprenant les annexes du rapport est inséré en fin d'ouvrage.

L'Autorité des marchés financiers

Créée par la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). La loi a ainsi simplifié l'architecture du dispositif français de la régulation des marchés financiers en améliorant l'efficacité et la visibilité internationale du système français de régulation des marchés financiers. L'AMF a été installée le 24 novembre 2003. Au service de la protection de l'épargne, l'AMF est une autorité publique indépendante qui réglemente et contrôle les marchés financiers.

Missions

Aux termes de la loi, l'AMF a pour mission de veiller :

- à la protection de l'épargne investie en produits financiers ;
- à l'information des investisseurs ;
- au bon fonctionnement des marchés.

L'AMF agit en coordination avec les autres autorités chargées du contrôle des professions financières et bancaires : Comité des entreprises d'assurance, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles.

Dans un contexte d'intégration des marchés financiers, l'AMF apporte également son concours à la régulation européenne et internationale en participant aux instances internationales et en coopérant avec ses homologues étrangers.

Compétences

Le champ d'intervention de l'AMF concerne :

- l'information et les opérations financières des sociétés faisant appel public à l'épargne ;
- les marchés financiers et leurs infrastructures ;
- les intermédiaires financiers (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, démarcheurs - en partage avec d'autres autorités de régulation financière⁽¹⁾) ;
- les produits d'épargne collective.

Pouvoirs

L'AMF :

- édicte des règles ;
- délivre des autorisations (agréments et visas) ;
- contrôle les prestataires et surveille les marchés ;
- sanctionne en cas de manquement.

Moyens et organisation

L'AMF comprend un Collège et une Commission des sanctions. Elle s'appuie sur l'expertise de cinq commissions consultatives, d'un conseil scientifique et de 352 collaborateurs. Dotée de la personnalité morale, elle bénéficie de l'autonomie financière et de gestion.

Responsabilité

Le règlement général de l'AMF est homologué par le ministre de l'Économie. Les décisions de l'AMF sont susceptibles de recours devant les juridictions judiciaires ou administratives.

La gestion financière et comptable est soumise au contrôle de la Cour des Comptes.

L'AMF fait rapport annuel au Président de la République et au Parlement.

Budget 2005

Produits : 52,77 millions d'euros
Charges : 55,15 millions d'euros
Effectif moyen de l'année : 352 salariés.

• L'AMF : une structure collégiale indépendante et pluridisciplinaire

L'Autorité des marchés financiers est composée de deux organes collégiaux dont tous les membres sont distincts :

- le Collège ;
- la Commission des sanctions.

Associant magistrats, représentants d'autorités publiques, personnalités qualifiées et professionnels experts, ces organes rassemblent des compétences pluridisciplinaires. Le Président de l'AMF est nommé pour cinq ans par le Président de la République. À l'exception des membres de droit – représentant du Gouverneur de la Banque de France et Président du Conseil national de la comptabilité – les membres du Collège et de la Commission des sanctions sont désignés par différentes autorités publiques pour cinq ans et sont renouvelés par moitié tous les trente mois. Leur mandat est renouvelable une fois. Leur indépendance est par ailleurs confortée par un dispositif d'incompatibilités et de prévention des conflits d'intérêts⁽¹⁾.

Le ministre de l'Économie désigne un commissaire du gouvernement qui siège auprès de toutes les formations de l'Autorité, sans voix délibérative (les décisions de sanction sont prises hors sa présence). Il peut, sauf en matière de sanctions, demander une seconde délibération. Par ailleurs, conformément aux principes constitutionnels relatifs à l'exercice du pouvoir réglementaire, le ministre de l'Économie homologue le règlement général de l'AMF.

Comme la loi l'y autorise, le Collège s'est entouré de cinq commissions consultatives, composées d'une quinzaine de membres, et d'un conseil scientifique. Afin de préparer ses décisions, il recourt en outre à la constitution de groupes de travail *ad hoc* et conduit une concertation institutionnelle avec les associations professionnelles compétentes.

• 2005 : l'AMF sur la voie d'une meilleure régulation

La modification ou l'enrichissement du règlement général de l'AMF est intervenu au rythme de la modernisation de la Place. Il a ainsi connu deux mises à jour de taille en 2005. Ce travail de rénovation du cadre réglementaire est loin d'être achevé et il mobilisera encore l'AMF, qui, consciente de la densité de l'exercice imposé à la place, a décidé d'inscrire ses travaux sous le principe directeur de la « meilleure régulation ». Cette démarche, poursuivie en 2006, repose sur une méthode permettant aux acteurs et au régulateur d'aborder concrètement des sujets complexes tels que l'arbitrage entre les enjeux et les risques, les coûts et les avantages, les objectifs et les moyens. Cette préoccupation, diffusée à tous les niveaux de l'AMF, vise à mieux concilier les exigences de protection de l'épargne et de l'éthique du marché avec la prise en compte de la compétition qu'affrontent les entreprises en Europe et dans le monde.

Au cours de l'année 2005, les travaux de transposition des directives européennes se sont intensifiés, entraînant

des évolutions fondamentales du cadre législatif et réglementaire français. Combinées aux initiatives purement nationales, ces réformes ont amené l'AMF à multiplier les consultations des acteurs de la place, notamment au moyen de groupes de travail : sur les offres publiques, l'évaluation financière et l'expertise indépendante, l'analyse financière indépendante, l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, les dépositaires, etc.

L'Autorité a également finalisé un dispositif de gestion des ressources humaines moderne, novateur et facteur d'unité et de dynamisme, ainsi que la mise en œuvre opérationnelle, depuis le début de 2005, d'un contrôle interne. Pour faire face au développement de l'activité de la Commission des sanctions et aux contentieux liés à ses décisions, un service exclusivement dédié à l'instruction et aux contentieux des sanctions a été créé en 2005.

⁽¹⁾ Le Comité des entreprises d'assurance (CEA) et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).
⁽²⁾ Cf. les deux derniers alinéas de l'article L. 621-4 du code monétaire et financier.

Les membres du Collège de



1

2

3

4

5

6

1 Michel Prada
Président,
nommé par décret du Président de la République

2 Jacques Delmas-Marsalet
Désigné par le vice-président du Conseil d'État

3 Claire Favre
Désignée par le premier président
de la Cour de cassation

4 Philippe Adhémar
Désigné par le premier président de la Cour des comptes

5 Jean-Paul Redouin
Désigné par le gouverneur de la Banque de France

6 Antoine Bracchi
Président du Conseil national de la comptabilité

7 Jean de Demandolx Dedons
Désigné par le président du Sénat

8 Jean-Michel Naulot
Désigné par le président de l'Assemblée nationale

9 Bernard Esambert
Désigné par le président du Conseil économique et social



Xavier Musca
Commissaire du Gouvernement
Directeur général du Trésor
et de la politique économique

LE COLLÈGE DE L'AMF

16 membres

Le Collège est l'organe décisionnel de l'AMF. Ses compétences portent sur :

- l'adoption des nouvelles réglementations ;
- les décisions individuelles : recevabilités des offres, agréments, visas, etc. ;
- l'examen des rapports de contrôle et d'enquête ;
- l'ouverture de procédures de sanction ou d'injonction ;
- la suspension d'activité, en cas d'urgence, des professionnels contre lesquels une procédure de sanction est engagée ;
- l'arrêté du budget et l'approbation du compte financier de l'AMF, etc.

* La composition du Collège est renouvelée par moitié tous les trente mois. La moitié des mandats arrive à terme le 23 mai 2006. À la date de parution de cette plaquette, certains mandats ont pu faire l'objet d'un renouvellement.

l'Autorité des marchés financiers*



7



8



9



10



11



12



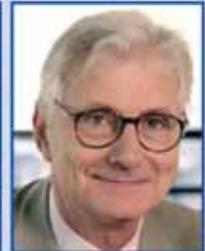
13



14



15



16

Désignés par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux :

- 10** Monique Bourven
- 11** Bernard Field
- 12** Antoine Giscard d'Estaing
- 13** Dominique Hoenn
- 14** Yves Mansion
- 15** Jean-Pierre Pinatton

Désigné par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives :

- 16** Jean-Claude Mothié

Les membres de la Commission des sanctions*



1

1 Jacques Ribs ●

Désigné par le vice-président
du Conseil d'État.
Président de la Commission
des sanctions
Président de la première section



2

2 Jacques Bonnot ●

Désigné par le vice-président
du Conseil d'État



3

3 Claude Nocquet-Borel ●

Désignée par le premier président
de la Cour de cassation
Président de la deuxième section



4

4 Marielle Cohen-Branche ●

Désignée par le premier président
de la Cour de cassation

LA COMMISSION DES SANCTIONS

12 membres

Elle peut prononcer des sanctions à l'égard
de toute personne dont les pratiques sont contraires
aux lois et règlements régissant l'appel public
à l'épargne et le fonctionnement des marchés
financiers, et sont de nature à porter atteinte
à la protection des investisseurs ou au bon
fonctionnement du marché.

Elle statue sur les griefs qui lui sont transmis
par le Collège de l'AMF.

Elle dispose d'une totale autonomie de décision
dans l'accomplissement de sa mission.

SECTION 1 ●

SECTION 2 ●



Xavier Musca

Commissaire du Gouvernement
Directeur général du Trésor
et de la politique économique

* La composition de la Commission des sanctions est renouvelée par moitié tous les trois mois. La moitié des mandats arrive à terme le 28 mai 2006.
A la date de parution de cette plaquette, certains mandats ont pu faire l'objet d'un renouvellement.

de l'Autorité des marchés financiers



5



6



7



8



9



10



11



12

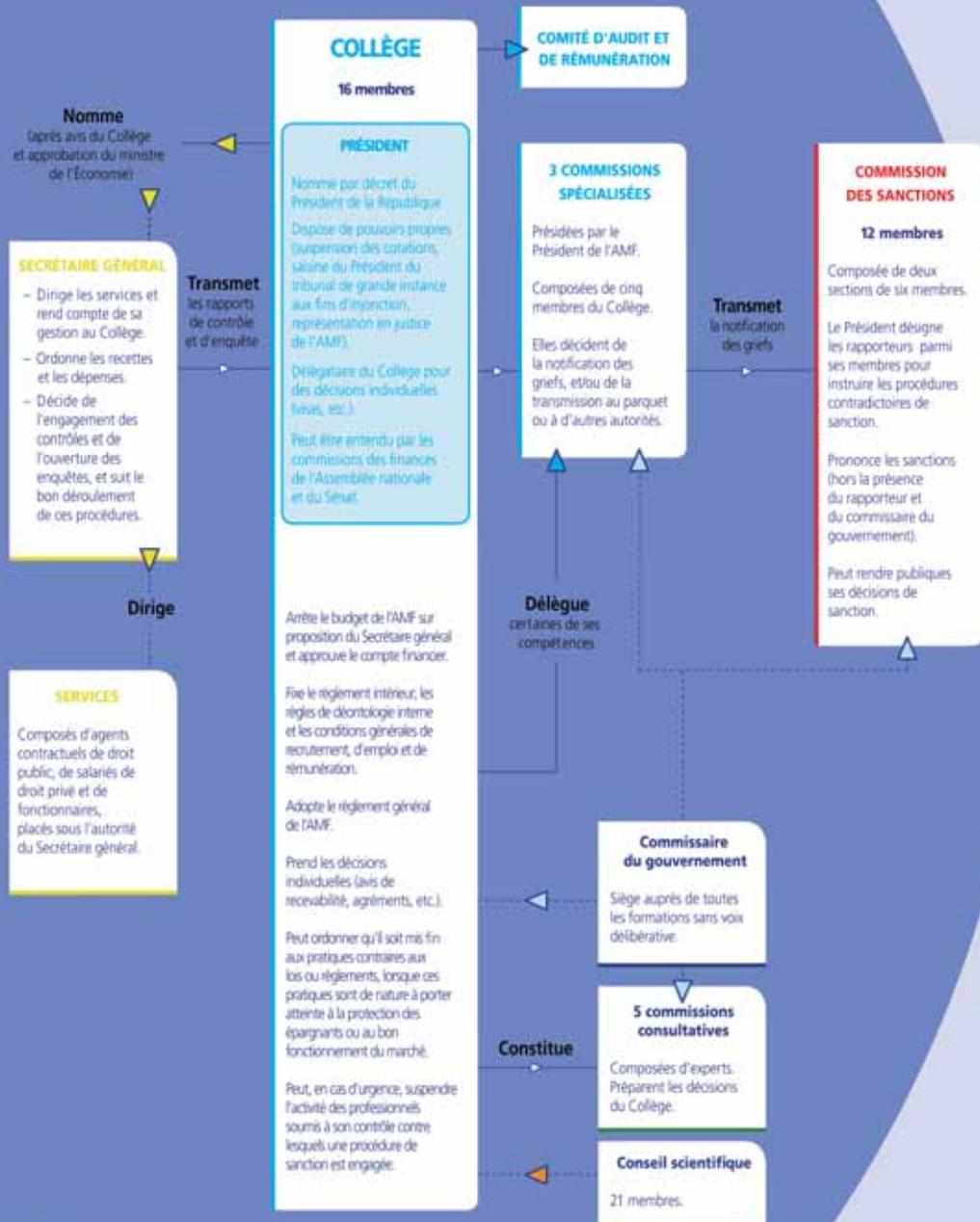
Désignés par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux :

- 5 Yves Brissy ●
- 6 Alain Ferri ●
- 7 Jean-Pierre Hellebuyck ●
- 8 Pierre Lasserre ●
- 9 Jean-Pierre Morin ●
- 10 Thierry Coste ●

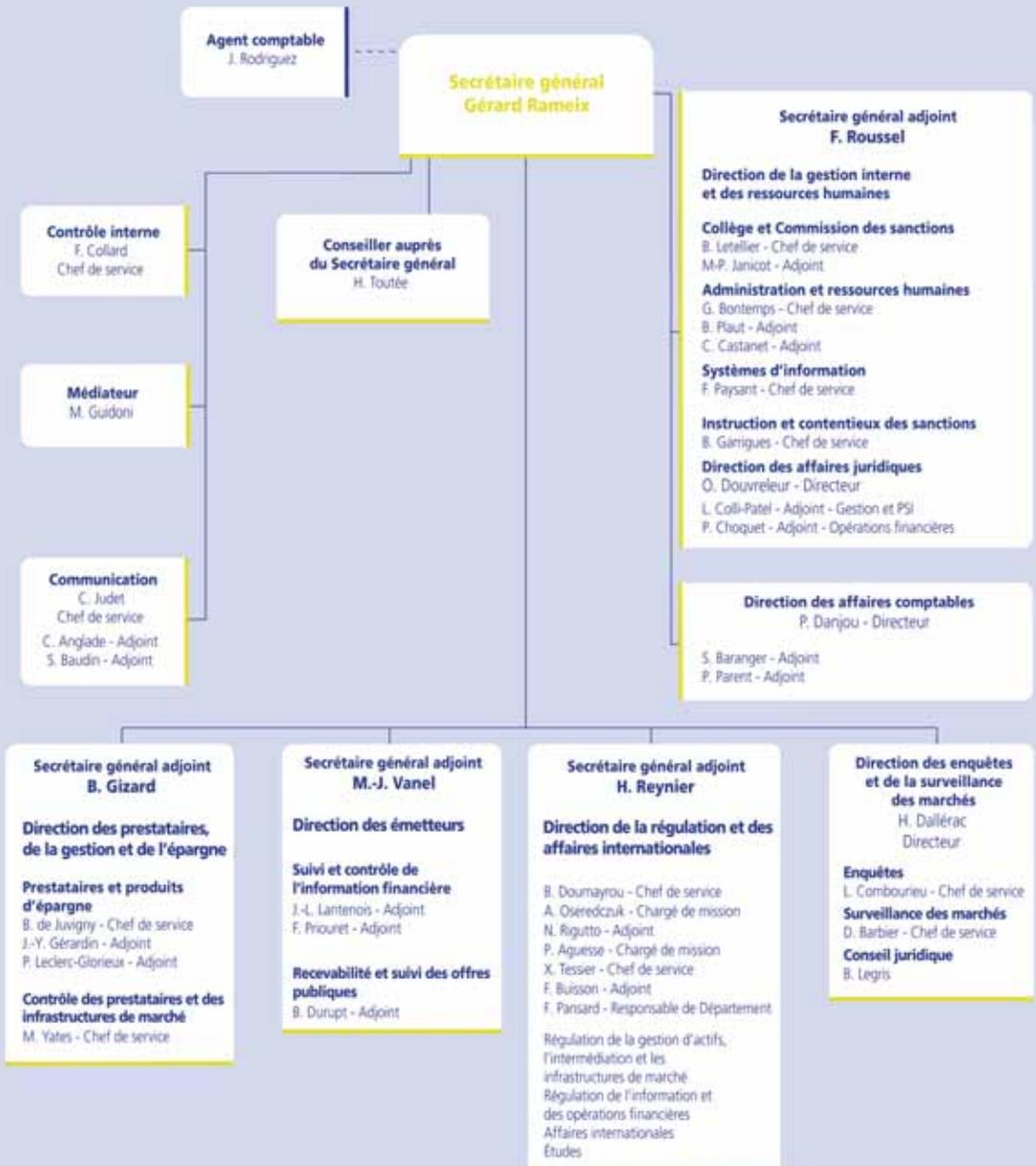
Désignés par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives :

- 11 Joseph Thouvenel ●
- 12 Jean-Jacques Surzur ●

Organisation de l'Autorité des marchés financiers



Organigramme des services de l'Autorité des marchés financiers



CHAPITRE 1

L'évolution des marchés financiers en 2005



- 24 **1** Les marchés d'actions
- 34 **2** Les marchés obligataires
- 38 **3** Les marchés
de produits dérivés

Les marchés financiers ont été particulièrement dynamiques en 2005. Sur les marchés d'actions, l'activité s'est montrée très bien orientée, quel que soit le segment considéré : forte progression des indices boursiers mais aussi du nombre et des montants des introductions, émissions et opérations de fusions/acquisitions. L'environnement des marchés obligataires est également resté très porteur, avec le maintien de conditions de financement favorables et la bonne tenue de la qualité du crédit. Enfin, les marchés de produits dérivés ont connu une croissance soutenue, particulièrement marquée pour le segment des options sur actions et celui des dérivés de produits de taux à long terme.

Principales évolutions du marché financier français

	2001	2002	2003	2004	2005
Émissions (en milliards d'euros)					
de titres de capital ⁽¹⁾ (sociétés cotées)	9,2	15,1	22,8	10,6	14,0
de titres de créance	85,6	91,4	122,7	103,1	109,8
État	52,5	53,4	67,2	76,6	76,3
Autres émetteurs ⁽²⁾	33,1	38	55,5	26,5	33,5
Marchés boursiers des valeurs françaises					
Capitalisation (données fin d'année, en milliards d'euros)	2 114,1	1 745,8	1 884,0	1 960,9	2 349,5
Actions (sociétés cotées sur Euronext)	1 319	927,8	1 075,0	1 147,0	1 490,9
Obligations ⁽³⁾	795,1	818,0	809,0	813,9	858,6
Transactions (en milliards d'euros)⁽⁴⁾	1 118,5	1 009,4	884,1	1 001,2	1 108,7
Actions (sociétés cotées sur Euronext)	1 111	1 002,4	877,8	993,9	1 103,3
Obligations, Euronext-Paris ⁽³⁾⁽⁵⁾	7,5	7,0	6,3	7,3	5,4
Nombre de sociétés cotées sur Euronext	936	873	817	787	749
Placements collectifs (SICAV +FCP)⁽⁶⁾					
Actifs gérés au 31 décembre (en milliards d'euros) ⁽⁷⁾	800,2	803,0	909,4	1 006,5	1 155,1
Nombre de Sicav et FCP au 31 décembre	7 603	7 791	7 906	7 908	7 758

Source : AMF-Euronext Paris

1 - Sont compris : les émissions en numéraire par appel public à l'épargne (APE), les levées d'options, les exercices de bons de souscription d'actions, les paiements de dividende en actions et enfin les émissions réservées.

Nota bene : dans les rapports annuels antérieurs à 2004, seules les émissions en numéraire par APE étaient comptabilisées.

2 - Obligations et ensemble des titres complexes, cf. annexe I.

3 - Y compris emprunts d'État (source Euronext-Paris).

4 - Transactions Electronic Order Book.

5 - À titre informatif, les transactions sur le marché de gré à gré (hors emprunts d'État) se sont élevées en 2005 à 148 milliards d'euros (source Euroclear - AMF).

6 - SICAV = sociétés d'investissement à capital variable. FCP = fonds communs de placement.

7 - Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

1 Les marchés d'actions

A L'évolution des indices boursiers

1 La forte progression des indices boursiers sauf aux États-Unis

Les performances affichées sur les marchés d'actions ont été substantielles en 2005. Certes, jusqu'au début du mois de mai, les craintes d'un ralentissement marqué de l'économie américaine et la flambée des cours du pétrole ont pesé sur les indices boursiers. Mais la confirmation de la vigueur de la croissance américaine, le rebond de l'activité en Europe et au Japon, conjugués à la bonne tenue des profits des sociétés et à la maîtrise du risque inflationniste en dépit de la flambée des cours du pétrole (+ 40 % en 2005 pour le cours du WTI¹), ont ensuite permis aux indices boursiers d'enregistrer de très fortes progressions, notamment en toute fin d'année (graphique 1).

Graphique 1

Performances des principaux indices boursiers mondiaux en 2005



Source : Datastream

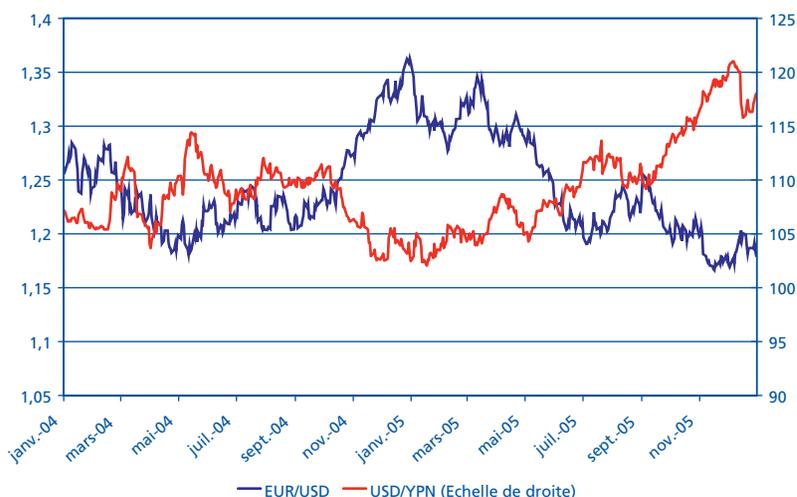
La plupart des indices boursiers ont enregistré des hausses à deux chiffres, retrouvant en fin d'année leur niveau de l'été 2001. Au sein des pays développés, l'indice Nikkeï a ainsi progressé de 40 %, le DAX30, de 27 %, et le CAC40, de 23 %. Seules les valeurs américaines sont restées en marge du mouvement haussier d'ensemble, en dépit d'un rebond tardif sur le dernier trimestre : sur l'ensemble de l'année, les indices ont stagné (-0,6 % pour l'indice Dow Jones, +1,4 % pour l'indice Nasdaq Composite et +3 % pour l'indice S&P500).

¹ West Texas Intermediate.

Cette sous-performance des valeurs américaines reflète en grande partie un effet de change, le dollar s'étant apprécié en 2005 vis-à-vis de l'euro et du yen (graphique 2). Elle apparaît ainsi très atténuée lorsque les indices sont exprimés dans la même devise (en euros) et non en monnaies locales (tableau 1).

Graphique 2

Évolution des taux de change euro/dollar et dollar/yen



Source : Datastream

Tableau 1

Indices MSCI World – Principales zones géographiques (en %)

	En monnaies locales			En euros		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
INDICE MONDE	23,5	9,7	14,8	9,5	5,1	25,4
PAYS DÉVELOPPÉS (G7)	22,8	9,5	13,7	8,0	3,5	23,5
AMÉRIQUE DU NORD	26,7	8,9	4,8	6,3	1,5	21,0
ZONE EURO	16,4	10,1	22,4	16,4	10,1	22,4
PACIFIQUE	19,7	12,3	35,4	13,4	8,7	39,0
JAPON	21,6	9,7	42,9	12,0	6,5	43,0
MARCHÉS ÉMERGENTS	42,3	13,2	31,5	26,1	13,6	50,2
ASIE	44,9	5,1	24,5	22,3	4,1	42,4
AMÉRIQUE LATINE	54,7	27,6	32,9	39,0	25,1	67,0
EUROPE DE L'EST	52,5	21,5	55,8	30,4	22,6	68,4

Source : MSCI

La bonne tenue relative des marchés européens et japonais résulte également d'un effet de rattrapage, ces valeurs demeurant très attractives en comparaison des valeurs américaines et ce, depuis l'explosion de la bulle internet en 2000. Du reste, en dépit de la sur-performance des marchés européens en 2005, le niveau moyen des cours boursiers rapportés aux bénéfices (*Price Earning Ratio-PER*) dans la zone euro était encore sensiblement inférieur à celui des États-Unis en fin d'année, soit respectivement 16 et 18,5 (graphique 3).

Graphique 3

Multiples de valorisation – États-Unis et Zone euro



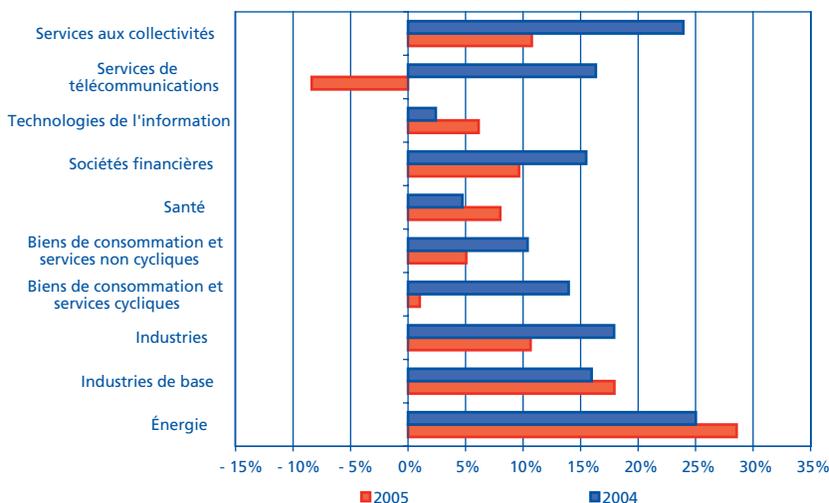
Source : Bloomberg

2 Les valeurs énergétiques : les grandes gagnantes de l'année 2005

D'un point de vue sectoriel, et comme en 2004, les secteurs de l'énergie et des industries de base ont affiché des sur-performances, en liaison avec la flambée des cours du pétrole. Les valeurs financières ont été soutenues par le dynamisme des marchés financiers et par la remontée des taux d'intérêt dans certains pays. Les valeurs du secteur des services aux collectivités ont également enregistré des performances significatives. En revanche, le rebond des valeurs des télécommunications observé en 2004 ne s'est pas confirmé en 2005 : ce secteur est le seul à afficher des performances négatives en 2005 (graphique 4).

Graphique 4

Évolution des indices MSCI (en dollars ; %)



Source : MSCI

B L'évolution de l'activité sur les marchés d'actions

1 Un marché des introductions particulièrement dynamique en Europe

Après une année 2003 atone, l'activité sur le marché des introductions s'était nettement raffermie en 2004 sur la plupart des places financières, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. En 2005, elle est restée très dynamique en Europe tout au long de l'année, avec une progression notable du nombre d'opérations comme du montant des capitaux levés. Ainsi, à Londres, ont eu lieu 624 introductions pour un montant de capitaux levés de 12 milliards de livres (contre un peu moins des deux tiers en 2004).

À Paris, le nombre d'introductions s'est élevé à 42 sur Eurolist et Alternext (dont 20 pour ce seul marché, créé en mai 2005) – tableau 2². Les capitaux levés lors de ces opérations sont passés 5,4 milliards d'euros en 2004 à 13,6 milliards d'euros en 2005, les introductions d'EDF et de Gaz de France représentant à elles seules un montant de capitaux levés de 10,5 milliards d'euros. En revanche, l'activité s'est fortement infléchie à Tokyo et, dans une moindre mesure, sur le NYSE.

² Ne sont pas prises en compte ici les admissions de fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds – ETF*) ni les inscriptions sur le Marché libre. Les premières se sont élevées à 22 en 2005 contre 4 en 2004 et les secondes sont restées stables (18 admissions contre 19 en 2004).

Tableau 2

Nombre d'introductions sur les principales places boursières

	2003	2004	2005
NYSE	107	152	146
London SE	201	423	624
Deutsche Börse	0	6	15
Euronext	24	32	55
-Paris	7	24	42
Tokyo SE	120	153	100

Sources nationales

Note : Y compris transferts. LSE AIM inclus. DBAG hors Freiverkehr. Euronext Paris hors Marché libre, Alternext inclus.

Le rebond sur le marché des introductions en Allemagne et sur Euronext n'a toutefois pas suffi à enrayer la tendance à la baisse du nombre d'entreprises cotées (tableau 3). En France, la cote comptait ainsi, fin 2005, 749 sociétés inscrites sur les marchés réglementés, contre 787 en 2004³, dont 107 sur le compartiment A, 162 sur le compartiment B et 371 sur le compartiment C⁴.

En revanche, le nombre de sociétés cotées a continué de progresser à Londres en 2005, de même qu'à Tokyo.

Tableau 3

Nombre de sociétés cotées sur les principales places boursières, données fin d'années

	2004	2005			Var. 2005/2004
	Total	Total	Domestiques	Étrangères	
Nasdaq	3 229	3 164	2 832	332	- 2,0 %
NYSE	2 293	2 270	1 818	452	- 1,0 %
London SE	2 837	3 091	2 757	334	9,0 %
Euronext	1 333	1 259	966	293	- 5,6 %
-dont Euronext Paris	787	749	645	104	- 4,8 %
Deutsche Börse	819	764	648	116	- 6,7 %
Borsa Italiana	278	282	275	7	1,4 %
Tokyo SE	2 306	2 351	2 323	28	2,0 %

Source : World Federation of Exchanges

³ La plupart des radiations enregistrées en France en 2005 sur Eurolist (60) ont résulté d'offres publiques de retrait et, dans une moindre mesure, de procédures ordonnées de retrait.

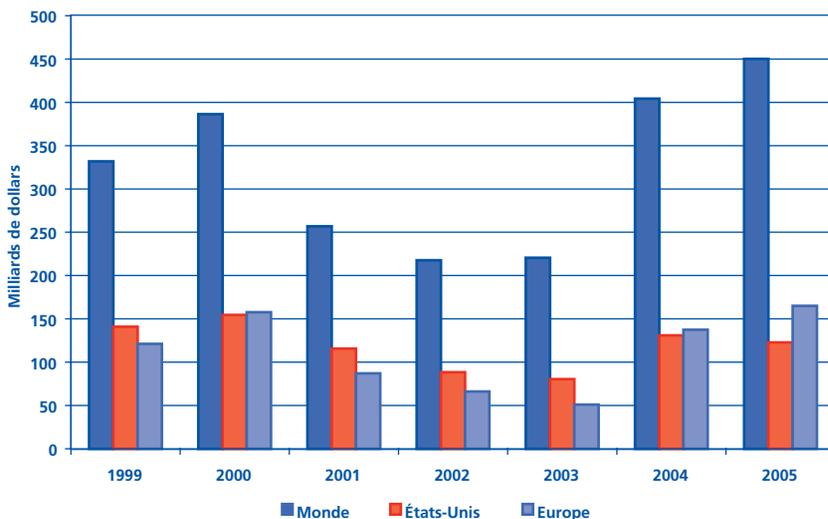
⁴ Le compartiment A d'Eurolist regroupe les capitalisations supérieures à un milliard d'euros, le compartiment B, celles comprises entre 150 millions et un milliard d'euros, et le compartiment C, les capitalisations inférieures à 150 millions d'euros.

2 Une hausse des émissions de titres de capital grâce à un rebond au second semestre

S'agissant des émissions de titres de capital, après un premier semestre très mal orienté sur les principales places, l'activité a rebondi au cours du troisième trimestre. Au niveau mondial, leur montant a atteint 450 milliards de dollars en 2005, en hausse de 11 % par rapport à 2004 (graphique 5). Le marché est apparu particulièrement actif en Europe (+ 20 % à 165 milliards de dollars). À Paris, le montant des émissions d'actions sur les marchés réglementés s'est inscrit en hausse de 34 % sur l'ensemble de l'année à 14 milliards d'euros. Ainsi, compte tenu des rachats d'actions, qui se sont élevés à environ 12 milliards d'euros sur l'année, le financement net de l'économie par le marché en France est apparu positif en 2005. En revanche, aux États-Unis, le raffermissement observé au second semestre n'aura pas suffi pour inverser la tendance baissière du début de l'année : les montants émis reculent sur l'année de 6 %.

Graphique 5

Émissions de titres de capital (milliards de dollars)



Source : Bloomberg

3 La progression des capitalisations boursières

L'envolée des cours, conjuguée à la bonne tenue des marchés primaires, s'est traduite par une nette augmentation de la capitalisation boursière sur les principaux marchés d'actions en 2005 (tableau 4).

Tableau 4

Classement mondial des capitalisations d'actions domestiques à fin 2005

Rang	Bourse	Capitalisation (Milliards de dollars)	2005/2004 (%)
1	NYSE	13 310,6	4,7 %
2	Tokyo	4 572,9	28,5 %
3	Nasdaq	3 604,0	2,0 %
4	London Stock Exchange	3 058,2	8,6 %
5	Euronext	2 706,8	10,9 %
	– dont Euronext Paris	1 758,5	12,8 %
6	Deutsche Börse	1 221,1	2,2 %

Source : World Federation of Exchanges

4 Des volumes de transactions étoffés en 2005

Les performances enregistrées en 2005 par les indices boursiers se sont accompagnées d'une très nette accélération de l'activité sur les marchés secondaires (tableau 5).

Tableau 5

Volumes de transactions^(*) en 2005 (milliards de dollars)

	2004		2005		Variation 2005/2004 (%)	
	Carnet d'ordres	Total	Carnet d'ordres	Total	Carnet d'ordres	Total
NYSE	-	11 504	-	14 048	-	22,1
Nasdaq	-	8 603	-	9 196	-	6,9
Tokyo Stock Exchange	3 189	3 189	4 385	4 385	37,5	37,5
London Stock Exchange	1 604	5 169	1 906	5 674	18,8	9,8
Deutsche Börse	1 124	1 541	1 393	1 912	23,9	24,1
Euronext	1 921	2 472	2 207	2 901	14,9	17,4
Swiss Exchange ^(**)	550	789	672	973	22,2	23,3
Borsa Italiana	919	969	1 182	1 300	28,6	34,2
Bolsas y Mercados Españoles	789	1 203	1 051	1 568	33,2	30,3

Source : World Federation of Exchanges.

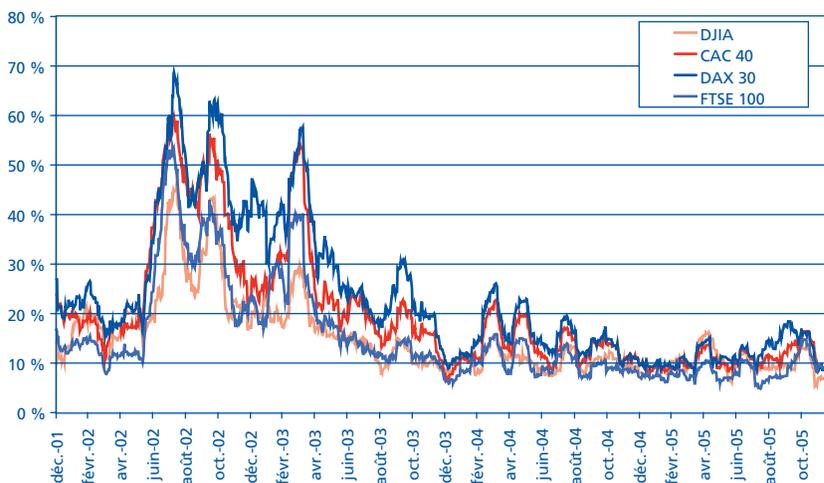
* Ces statistiques ne sont pas strictement harmonisées. Les données « Carnet d'ordres » recensent les opérations enregistrées sur les systèmes centraux (système de négociation ou marché à la criée) et offrent une base de comparaison plus étroite mais plus pertinente. Les statistiques globales comptabilisent les opérations sur la base des déclarations aux autorités de marché ou sur celle des opérations de dénouement.

** SWX et Virt-X.

La bonne orientation des fondamentaux économiques, conjuguée au maintien de la volatilité à des niveaux historiquement faibles, explique sans doute en grande partie ce regain d'intérêt pour les marchés d'actions (graphique 6).

Graphique 6

Indices boursiers : volatilité historique (20 jours)



Source : AMF

À Paris, les transactions sur actions transitant par le système central NSC ont progressé de 11 %, passant de 994 milliards d'euros en 2004 à 1 103 milliards d'euros en 2005, soit une moyenne quotidienne de capitaux échangés de 4,3 milliards d'euros (tableau 6). Sur le segment des OPCVM indiciels cotés (ETF), les transactions, qui s'étaient effondrées en 2004, ont rebondi l'an passé (+ 35,7 %) à 16 milliards d'euros. Les transactions sur bons d'options (*warrants*) ont connu une évolution similaire, progressant de + 40 % sur un an à 4,6 milliards d'euros.

Tableau 6

Montants échangés sur actions, OPCVM indiciels cotés (ETF) et bons d'option (*warrants*) sur Euronext Paris (milliards d'euros)

	2004	2005	Variation 2005/04
Actions	993,9	1 103,4	+ 11,0 %
OPCVM indiciels cotés	12,0	16,2	+ 35,7 %
Bons d'option	3,2	4,6	+ 41,0 %

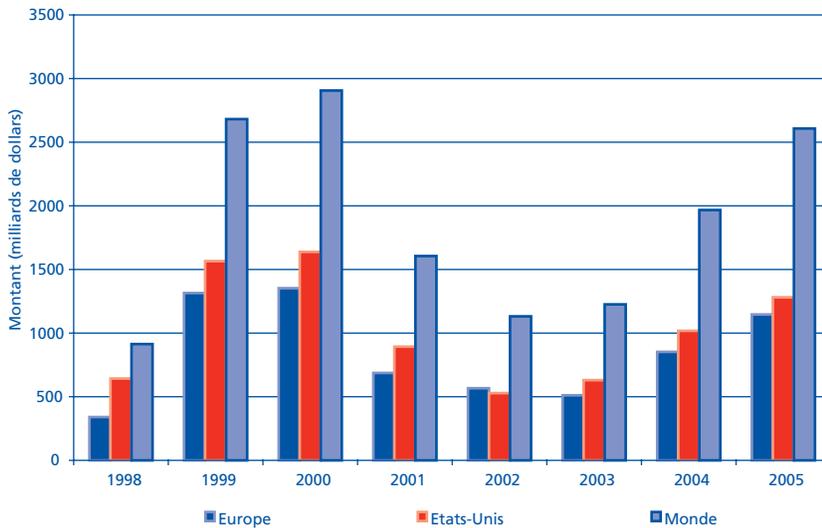
Source : Euronext Paris

5 Des opérations de fusions-acquisitions à leur plus haut niveau depuis cinq ans

L'activité sur le marché des fusions et acquisitions est également restée très soutenue en 2005, confirmant ainsi le rebond observé l'année précédente. Au niveau mondial, leur montant a ainsi avoisiné 2 600 milliards de dollars, soit le plus haut niveau atteint depuis le pic de l'année 2000. D'un point de vue géographique, l'Europe a fait quasiment jeu égal avec les États-Unis, avec un volume d'activité de l'ordre de 1 100 milliards de dollars pour chacune de ces deux zones (graphique 7).

Graphique 7

Évolution du montant des fusions et acquisitions (en milliards de dollars)

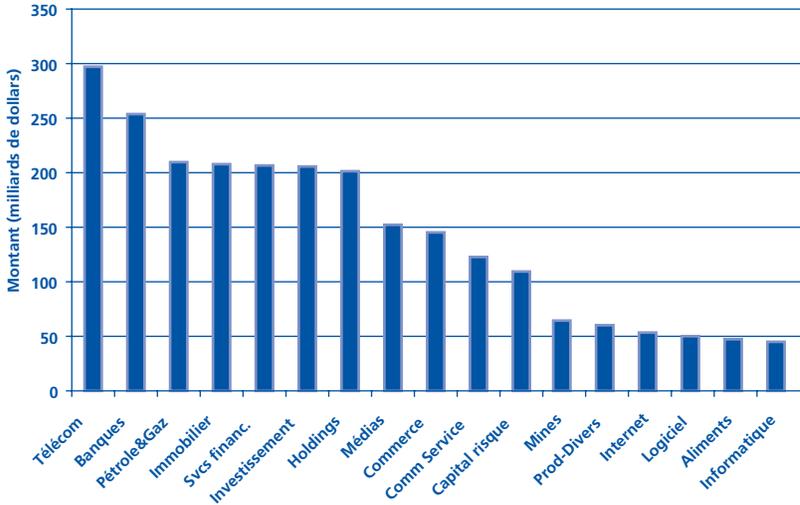


Source : Bloomberg

Sur le plan sectoriel, à l'instar des années précédentes, les secteurs les plus actifs sont ceux des banques et des télécommunications, qui totalisent 550 milliards de dollars, suivis de près par les secteurs pétrolier et immobilier (graphique 8).

Graphique 8

Fusions et acquisitions au niveau mondial selon les secteurs (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Parmi les opérations les plus remarquables annoncées en 2005 (en cours ou achevées) figurent notamment le rachat de Gillette par Procter & Gamble comptabilisé par Bloomberg à 57,3 milliards de dollars, suivi par l'offre hostile de Gas Natural sur Endesa pour un montant de 51 milliards de dollars (tableau 7).

Tableau 7

Les cinq opérations les plus importantes au niveau mondial annoncées en 2005

Date annonce	Cible	Acquéreur	Montant (milliards de dollars)
28/01/2005	GILLETTE COMPANY	PROCTER & GAMBLE CO	57,3
05/09/2005	ENDESA SA	GAS NATURAL SDG SA	51,4
12/12/2005	BURLINGTON RESOURCES INC	CONOCOPHILLIPS	36,1
30/06/2005	MBNA CORP	BANK OF AMERICA CORP	35,4
31/10/2005	O2 PLC	TELEFONICA SA	31,1

Source : Bloomberg

En France, si le nombre de visas relatifs aux offres publiques a sensiblement progressé en 2005 (86 contre 72 en 2004), le montant des opérations s'est en revanche infléchi (- 12 % à 11 milliards d'euros)⁵.

⁵ Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2004. En outre, la méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de l'AMF, ne valorise pas les offres publiques par échange de titres, alors que les diffuseurs d'informations les valorisent au premier cours coté pour permettre des comparaisons internationales.

2 Les marchés obligataires

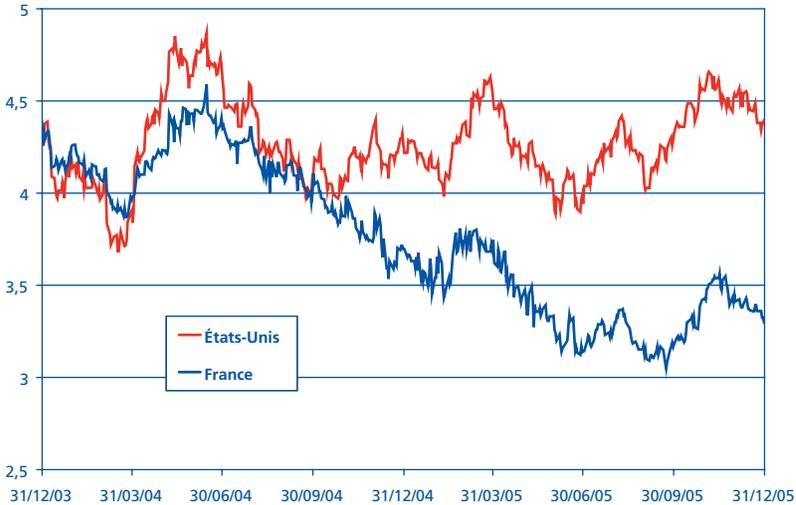
A La relative stabilité des rendements des emprunts souverains

En 2005, les rendements des emprunts d'État ont connu des fluctuations infra-annuelles assez limitées. Trois périodes peuvent néanmoins être distinguées. Dans un premier temps, les craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale et la relative atonie des marchés d'actions ont contribué à une nette détente des taux à dix ans, ces derniers se situant début juin à des niveaux historiquement faibles (3,15 % pour l'OAT 10 ans et 3,9 % pour le T-Bond 10 ans). Dans un deuxième temps, la confirmation de la bonne santé de l'économie américaine et de la reprise de l'activité en Europe, conjuguée à l'augmentation sensible des tensions inflationnistes et, par voie de conséquence, des anticipations de resserrements monétaires dans ces deux zones, s'est traduite par une remontée des taux longs de l'ordre de 30 points de base (pb) entre fin septembre et la première quinzaine de novembre de part et d'autre de l'Atlantique. En toute fin d'année, le léger repli de l'inflation et la publication des minutes de la Réserve fédérale laissant entendre la fin prochaine du resserrement monétaire aux États-Unis ont permis une détente des taux longs, annulant ainsi quasiment la précédente hausse.

Finalement, le rendement du T-Bond termine l'année 2005 à 4,4 %, en hausse de 20 points de base (pb) par rapport au niveau atteint fin 2004. L'ampleur de cette correction apparaît du reste assez modeste au regard de l'augmentation de 200 pb des taux directeurs de la Réserve fédérale en 2005. La situation en Europe apparaît à cet égard quelque peu différente, puisque sur l'année, les rendements des emprunts d'État ont connu une nette détente, de l'ordre de 40 pb pour le l'OAT. Ceci s'est traduit par un creusement de l'écart entre les taux longs de part et d'autre de l'Atlantique : celui-ci a en effet doublé sur l'année, passant de 50 pb fin 2004 à 110 pb fin décembre, si l'on prend la France comme référence.

Graphique 9

Évolution des rendements des emprunts d'État



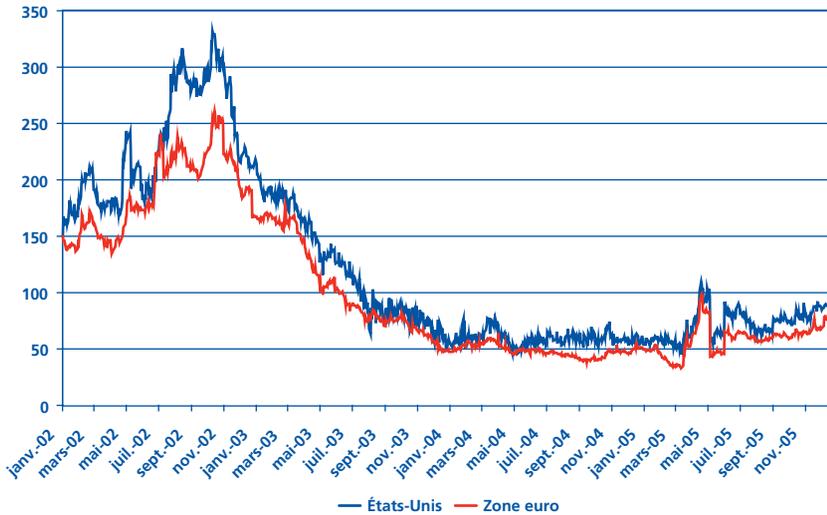
Source : Datastream

B Le marché du crédit

1 Des niveaux historiquement faibles des *spreads* de crédit

Après avoir atteint un niveau historiquement faible début 2005, les *spreads* de crédit ont connu une brutale dégradation à partir du mois de mars. Cette dernière a particulièrement affecté les notations les plus basses et les émetteurs du secteur automobile, du fait notamment du passage en catégorie spéculative de Ford et General Motors. Ce mouvement est néanmoins apparu très temporaire, les *spreads* de crédit revenant très rapidement à leur niveau initial (graphique 10).

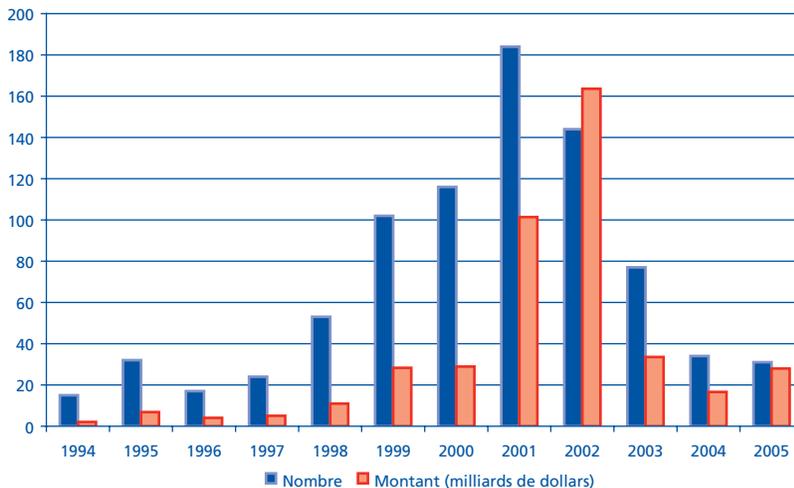
Graphique 10

Spreads BBB contre taux swap 10 ans

Source : Lehman Brother/CDC-IXIS

Cette relative stabilité des *spreads* de crédit s'explique avant tout par la bonne tenue de la qualité du crédit, en liaison avec un environnement conjoncturel porteur. Selon Moody's, le nombre de défaillances recensées au niveau mondial a diminué en 2005 pour la quatrième année consécutive (31 contre 34 en 2004), pour un montant toutefois en augmentation (28 milliards de dollars contre 16,6 milliards de dollars l'année précédente). Ces défaillances, majoritairement concentrées aux États-Unis, concernent en premier lieu le secteur des services aux collectivités (Calpine), de l'automobile (Delphi) et du secteur aérien (Delta Airlines).

Graphique 11

Évolution des défaillances au niveau mondial

Source : Moody's

2 Le volume des émissions privées de titres de créance

Après une année 2004 atone, les émissions privées de titres de créance à moyen et long termes ont connu en France un rebond remarquable au premier semestre 2005. Ce mouvement ne s'est pas poursuivi au second semestre. Malgré cette inflexion en fin de période, le volume des émissions sur l'ensemble de l'année 2005 s'est élevé à près de 33,5 milliards d'euros, soit une hausse de 25 % par rapport à 2004 (tableau 8). Ce mouvement reflète pour l'essentiel une forte croissance des émissions d'obligations traditionnelles (+ 150 % à 22 milliards d'euros) et des titres subordonnés. À l'inverse, les émissions d'obligations foncières se sont inscrites en net repli, de même, mais dans une moindre mesure, que les obligations donnant accès au capital, ces dernières ayant sans nul doute pâti de la faible volatilité et de l'envolée des cours sur les marchés d'actions.

Tableau 8

Émissions de titres de créance à moyen et long termes en France (hors État, en millions d'euros)

	2004	2005	Var. 2005/2004
Emprunts obligataires	9 153	22 841	150 %
Oblig. pouvant donner accès au capital	2 678	1 940	- 28 %
Titres subordonnés	2 823	5 160	83 %
Obligations foncières	11 442	3 051	- 73 %
Oblig. indexées	413	460	11 %
Total	26 508	33 452	26 %

Source : AMF

Note : Les données portant sur l'année 2004 ont fait l'objet d'un retraitement.

3 Un repli de l'activité sur les marchés secondaires en France

À l'inverse des marchés d'actions, les montants échangés pour les transactions passant par le système central NSC se sont inscrits en net recul en 2005, revenant à 5,4 milliards d'euros (dont 4,4 pour les obligations privées) contre 7,3 milliards d'euros l'année précédente, soit une baisse de 27 %.

La capitalisation boursière du marché obligataire est passée de 814 milliards d'euros en 2004 à 859 milliards d'euros en 2005, soit une hausse de près de 6 %.

Sur les marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance à moyen et long termes d'émetteurs privés se sont, cette année encore, infléchis à 148 milliards d'euros contre 161 milliards d'euros en 2004, soit une baisse de 8 %⁶.

⁶ Ces statistiques sont issues de données Euroclear et sont donc calculées sur des flux qui peuvent parfois être compensés. Par ailleurs, elles ne comprennent pas les transactions pour lesquelles les titres sont déposés chez Clearstream.

3 Les marchés de produits dérivés

Les marchés de dérivés d'indices boursiers ont, dans l'ensemble, enregistré une très nette progression en 2005 du nombre de contrats d'options et de contrats à terme fermes traités. Les marchés américains et japonais sont apparus particulièrement actifs, tandis qu'en Europe, Eurex a confirmé sa position de leader en s'imposant notamment sur le segment des dérivés d'indices européens (tableau 9). S'agissant plus particulièrement des contrats à terme ferme, l'activité est apparue dynamique sur le CME (+ 27 % pour le contrat à terme ferme E-mini SP500) et sur Eurex (+ 15 % pour le contrat DJ Euro Stoxx50), tandis que, parallèlement, les contrats fermes sur CAC 40 et FT 100 du LIFFE ont continué de stagner. De manière similaire, le nombre de contrats d'options traités a affiché des hausses significatives sur Eurex (+ 45 % pour le contrat Dow Jones Euro Stoxx 50), le CBOE (+ 27 % pour le contrat S&P500) et sur la place d'Osaka (+ 160 % pour le contrat Nikkei 225). En net recul en 2005, l'activité sur Euronext-Liffe a, pour sa part, rebondi en 2005 pour la quasi-totalité des produits (+ 22 % notamment pour le contrat CAC 40), à l'exception toutefois du contrat FTSE 100, qui a connu un nouvel effondrement des transactions (- 38 %).

Tableau 9

Principaux contrats sur indices – Millions de contrats traités en 2005

Futures sur indices		2005	Var. ann. 2005/2004	Options sur indices		2005	Var. ann. 2005/2004
CME	Mini S&P	207,1	26,6 %	Eurex	Euro Stoxx 50	90,8	44,9 %
Eurex	Euro Stoxx 50	140,0	15,0 %	CBOE	S&P 500	71,8	26,7 %
CME	E-mini Nasdaq	72,5	- 11,8 %	Eurex	DAX	53,6	25,2 %
Eurex	DAX	32,7	4,4 %	Osaka SE	Nikkei 225	24,9	160,1 %
CME	E-mini Russell	28,9	78,4 %	Euronext A	AEX	19,8	58,4 %
Euronext Paris	CAC 40	25,0	0,8 %	CBOE	S&P 100	18,7	3,7 %
CBOT	Mini DJIA	24,9	5,1 %	Liffe	FTSE 100	14,5	- 38,4 %
Liffe	FTSE 100	21,5	3,8 %	OM	OMX	12,2	85,0 %
OM	OMX	19,9	39,6 %	CME	S&P 500	9,8	51,4 %
Osaka SE	Nikkei 225	17,9	82,8 %	CBOE	DJ	6,6	- 1,1 %
CME	S&P 500	15,4	- 2,9 %	CBOE	Nasdaq 100	6,2	97,9 %
TSE	Topix	12,8	59,1 %	Euronext P	CAC 40*	5,9	22,4 %

Source : Eurex ; * retraitement des données en 2004 et 2005 lié à un changement de la taille du contrat.

Note : CME : Chicago Mercantile Exchange ; CBOT : Chicago Board of Trade ; CBOE : Chicago Board Options Exchange ; TSE : Tokyo Stock Exchange.

Sur le marché des options sur actions, l'activité en 2005 est apparue dynamique sur le CBOE (+ 23 %) et sur Eurex (+ 21 %), qui talonne désormais en termes de parts de marché son concurrent européen Euronext-Liffe. Ce dernier a en effet connu des évolutions contrastées, la forte progression du nombre de contrats traités sur Euronext-Amsterdam ne parvenant pas à compenser les nouveaux replis enregistrés à Paris et Londres (respectivement - 20 % et - 22 %, voir tableau 10).

Tableau 10

Contrats d'options sur actions – Millions de contrats traités en 2005

	2005	Var. ann. 2005/2004
CBOE	275,6	23 %
Eurex	256,0	21 %
Euronext-Liffe Paris	183,6	- 20 %
Euronext-Liffe Amsterdam	90,1	50 %
OMX	63,7	3 %
ASX	23,2	14 %
IDEM	12,4	31 %
MEFF	10,9	33 %
MSE	9,4	13 %
Euronext-Liffe Londres	9,1	- 22 %

Source : Eurex

Note : ASX : Australian Stock Exchange ; CME : Chicago Mercantile Exchange ; IDEM : Italian Derivatives Market ; MSE : Montreal Stock Exchange.

D'une manière générale, le marché des dérivés de produits de taux a connu une croissance soutenue en 2005, particulièrement marquée sur les échéances longues (tableau 11). Il reste dominé, pour chaque segment, par deux grands acteurs situés de part et d'autre de l'Atlantique, à savoir, pour les échéances courtes, le CME et Euronext Liffe et, s'agissant des échéances longues, le CBOT et Eurex.

Sur les segments de court et moyen termes, les marchés américains ont été les plus actifs. Le taux de croissance des volumes de transactions a atteint 38 % pour le contrat future euro-dollar à trois mois du CME, qui renforce ainsi sa prédominance sur le segment des produits de court terme, Euronext-Liffe ayant de son côté enregistré une croissance moindre sur le contrat future Euribor trois mois (tableau 11). S'agissant des échéances de moyen terme, le nombre de contrats fermes sur obligations d'État à cinq ans du CBOT a progressé de plus de 15 %, contre une stagnation sur Eurex.

Sur le segment des taux longs, l'activité est apparue très bien orientée sur l'ensemble des places financières et quel que soit le type de produit – ferme ou optionnel. Par ailleurs, contrairement à ce qui avait pu être observé en 2004, l'écart entre le leader mondial, Eurex, et son concurrent direct, le CBOT, s'est significativement creusé en 2005, les volumes de transactions sur contrats futures sur Bund 10 ans ayant en effet progressé de près de 25 %, contre une hausse de moins de 10 % pour le contrat 10-year Treasury Notes du CBOT.

Tableau 11

Principaux contrats de taux – Millions de contrats traités en 2004

	2005	Var. ann. 2005/2004
Contrats à terme sur taux à trois mois		
CME-3-month eurodollar futures	410,4	37,9 %
Euronext Liffe – Futures-3-month euribor futures	166,7	5,7 %
TIFFE-3-Month Euroyen futures	11,0	51,2 %
Euronext Liffe -3-month euribor options	44,1	- 15,5 %
Contrats à terme sur taux à 5 ans		
Eurex-Euro Bobl futures	158,3	-0,6 %
CBOT-5-year notes futures	121,9	15,6 %
CBOT-5-year notes options	17,7	2,8 %
Eurex-Euro Bobl options	8,0	- 26,2 %
Contrat sur taux à 10 ans		
EUREX-Euro Bund Futures	299,3	24,8 %
CBOT-10-year notes futures	215,1	9,7 %
Euronext Liffe-Long Gilt futures	17,8	26,4 %
SFE 10-Year Bonds	11,0	28,8 %
TSE Japanese Government Bonds	10,0	22,0 %
CBOT-10-year notes options	56,9	55,6 %
Eurex-Euro Bund options	30,9	39,0

Source : Bourses, IEM Finance, AMF

Note : CME : Chicago Mercantile Exchange ; CBoT : Chicago Board of Trade ; TIFFE : Tokyo International Financial Futures Exchange.

CHAPITRE 2

La régulation et la coopération internationales



- 43 **1** L'action de l'AMF au sein des organisations internationales
- 50 **2** Les opérations et l'information financières
- 58 **3** La coopération internationale et européenne en matière de comptabilité et d'audit
- 65 **4** Intermédiaires, marchés financiers et *post*-marché
- 72 **5** La gestion d'actifs
- 79 **6** Surveillance, enquête et coopération technique

Du fait de l'internationalisation croissante des marchés financiers, la réglementation intègre désormais une forte dimension européenne et internationale. Les processus complexes qui en dirigent l'élaboration ont conduit le régulateur à adapter ses méthodes de travail à de nouvelles contraintes afin d'être en mesure de défendre les principes qui guident son action, en particulier la protection des investisseurs, mais aussi d'assurer aux acteurs du marché français des conditions optimales d'exercice de leurs activités dans un univers concurrentiel.

L'Autorité des marchés financiers prend ainsi activement part aux travaux des différentes instances internationales dont elle est membre, telles que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) ou le Forum de la stabilité financière (FSF). Elle s'emploie également à faire valoir sa conception de la régulation auprès des institutions de l'Union européenne – Commission et Parlement européen – des associations professionnelles et des centres de recherches.

1 L'action de l'AMF au sein des organisations internationales

Les travaux et réflexions relatifs à la régulation financière sont coordonnés au niveau international entre plusieurs organismes dont l'articulation est la suivante :

– Au sommet, le Forum de la stabilité financière (FSF) assure une mission générale de veille et s'attache à la cohérence des travaux internationaux en matière financière. Le FSF a renforcé son rôle d'instance d'échange et de dialogue, d'impulsion et de coordination de la politique globale en matière de stabilité financière et de régulation des marchés. Articulant la relation entre instances gouvernementales, superviseurs et organisations internationales, il facilite la coordination de leurs actions respectives et favorise la prise en compte par les autorités gouvernementales des travaux des régulateurs.

– Vient ensuite l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), pour ce qui concerne le domaine de la régulation des marchés financiers. C'est l'organisation qui fixe les principes généraux de la régulation financière et qui organise et renforce la coopération internationale. L'importance de son rôle a été rehaussée à la suite des faillites frauduleuses du début des années 2000, qui ont montré la nécessité d'une plus grande harmonisation des standards et d'une plus grande coopération internationale entre régulateurs.

– Le *Joint Forum* qui rassemble des membres de l’OICV, du Comité de Bâle et de l’Organisation internationale des régulateurs d’assurances permet, pour sa part, d’articuler le traitement des sujets entre les trois secteurs financiers des banques, assurances et valeurs mobilières, et contribue ainsi à la cohérence globale.

– Enfin, au plan régional, le CESR rassemble les régulateurs de marché des pays parties à l’accord sur l’Espace économique européen¹. Il a une mission de conseil auprès de la Commission européenne et coordonne l’action des régulateurs en vue d’assurer une mise en œuvre harmonisée et convergente de la législation communautaire. Ses travaux, comme ceux de la Commission européenne, s’inscrivent dans le cadre des principes généraux de l’OICV.

A Le Forum de la stabilité financière (FSF)

Le Forum de la stabilité financière, fondé à la suite de la crise asiatique de 1998, rassemble les représentants des ministères des finances, les gouverneurs des Banques centrales et les présidents des régulateurs de valeurs mobilières, des banques et des assurances des pays du G7/G8 élargi, auxquels se joignent les représentants des institutions financières internationales et les représentants des organisations internationales de régulateurs. Le forum exerce principalement une fonction de veille de la situation économique globale, centrée sur l’évaluation des risques pesant sur la stabilité financière.

L’action du FSF en 2005 a été particulièrement remarquable sur les sujets relatifs aux centres *off shore*², aux *hedge funds* (fonds alternatifs), ainsi qu’au transfert de risque de crédit, lesquels font l’objet de développements spécifiques dans les différentes parties thématiques du présent chapitre.

Le FSF a renforcé son dialogue avec l’industrie en organisant, au début de chacune de ses réunions, une matinée d’échanges avec des représentants des marchés. Ainsi, par exemple, la dernière réunion a été l’occasion d’une présentation du rapport d’A. Corrigan sur le *Counterparty Risk Management Policy Group II* (CRMPGII), qui comporte des recommandations et des principes directeurs visant à réduire les risques de chocs financiers et à limiter leurs effets systémiques. Ce dialogue s’est poursuivi sur les *hedge funds* avec l’organisation de rencontres entre les membres du Forum et des représentants de l’industrie des *hedge funds* à Londres et à Washington.

En ce qui concerne les juridictions non coopératives, le FSF a mis un terme à la liste des centres *off shore* établie en 2000 qui classait ces places financières selon la qualité de leur coopération. La mise à jour de cette liste s’était en effet avérée difficile à réaliser en raison de l’absence d’un processus défini et reconnu par l’ensemble des parties. En outre, certains membres du Forum

¹ Les 25 pays de l’Union européenne + la Norvège et l’Islande.

² Les centres *off shore* sont des centres financiers dont la vocation est d’accueillir, pour des raisons fiscales et de souplesse de réglementation, des structures juridiques abritant des comptes ou bien le résultat d’opérations réalisées sur des places financières dites *on shore*.

s'étaient déclarés défavorables à la politique dite du *name and shame* qu'impliquait la diffusion de cette liste. Un compromis a été trouvé lors de la réunion du FSF de Tokyo, en mars 2005. Il prévoit de confier à un sous-groupe du FSF le soin de faire la synthèse des actions entreprises, notamment par les comités internationaux de superviseurs, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international, en termes d'évaluation des juridictions identifiées comme non coopératives afin de proposer, si nécessaire, une action commune pilotée par le FSF. Il est encore trop tôt pour porter une appréciation sur la qualité et l'efficacité de ce nouveau processus.

S'agissant des *hedge funds*, un certain nombre d'initiatives émanant des gouvernements, d'autorités nationales, d'associations professionnelles et d'organisations internationales de superviseurs ont conduit le FSF à inscrire ce sujet à l'ordre du jour de ses travaux. Une double démarche a été adoptée. D'une part, le FSF a organisé des rencontres avec les professionnels dans le but de faire la synthèse des politiques nationales sur ce sujet. D'autre part, le FSF a confié à l'OICV le soin d'examiner plus en détail les questions liées à l'organisation des *hedge funds* eux-mêmes, en particulier, les questions relatives à l'administration des fonds et aux méthodes de valorisation. Le *Joint Forum* poursuit, de son côté, un travail de veille sur le thème du risque de contrepartie.

Le FSF s'est également intéressé au phénomène d'augmentation de la part des ménages dans les risques portés par les banques. Il a reconnu la nécessité de suivre les évolutions en termes de risques prudentiels mais aussi de s'intéresser à la relation entre l'intermédiaire financier et son client sous l'angle de la commercialisation des produits et des services financiers. Dans ce cadre, il soutient l'action du *Joint Forum* qui va commencer des travaux en ce sens.

Enfin, le FSF suit de manière attentive les évolutions en matière de normes comptables et d'organisation des structures internationales d'audit. En particulier, il s'attache à organiser des échanges entre les normalisateurs comptables et les utilisateurs de ces standards dans le souci d'identifier les éventuelles interactions de ces standards avec les questions relatives à la stabilité financière et aux risques systémiques.

B L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

L'OICV, créée en 1983, compte plus de 178 membres (ordinaires ou affiliés) et comprend deux comités principaux : le comité des présidents et le comité exécutif.

Le comité exécutif dirige le fonctionnement de l'organisation au quotidien sous l'impulsion du comité des présidents. Il est secondé pour ce faire par deux comités de travail :

- le comité technique (composé de quinze autorités représentant les marchés les plus développés et internationalisés) dont le but est d'examiner les

principaux sujets de régulation internationale des marchés de valeurs mobilières et des marchés de dérivés et d'y apporter des réponses pratiques ;

Le comité technique est composé de cinq groupes de travail (*Standing Committees*) fonctionnels :

- le SC1 « *Multinational Disclosure and Accounting* » chargé des questions relatives à l'information financière et comptable ;
 - le SC2 « *Regulation of Secondary Markets* » chargé des questions relatives à la régulation des marchés secondaires ;
 - le SC3 « *Regulation of Market Intermediaries* » chargé de la régulation des intermédiaires de marché ;
 - le SC4 « *Enforcement and Exchange of Information* » chargé des questions relatives au respect des lois et des règlements et à l'échange d'information ; et
 - le SC5 « *Investment Management* » chargé des questions liées à la gestion d'actifs.
- Le comité des marchés émergents – composé de cinq groupes de travail – a en charge la promotion et le développement de l'efficacité des marchés de valeurs mobilières et de dérivés des marchés émergents, par la mise en place de standards, l'organisation de programmes de formation pour le personnel des autorités de régulation membres et le transfert de technologie et d'expertise.

L'année 2005 a été principalement marquée pour l'OICV par l'adoption, lors de la conférence annuelle de Colombo, d'un plan d'action stratégique. Ce plan s'articule autour de quatre axes :

- promouvoir le rôle de l'OICV comme le normalisateur international pour la régulation des marchés financiers ;
- améliorer la coopération entre les régulateurs en matière d'enquête ;
- assurer la mise en œuvre des principes de l'OICV ;
- améliorer la visibilité de l'OICV.

Le plan stratégique vise à renforcer la cohérence de l'organisation et l'impact de ses décisions, en s'appuyant notamment sur la dynamique créée par le rapport sur la fraude internationale, dit rapport Parmalat³.

1 Le renforcement de l'échange d'informations

Dans le cadre de la coopération entre les régulateurs, une résolution adoptée par le comité des présidents de l'OICV lors de la conférence annuelle de 2005 reconnaît comme norme internationale le mémorandum multilatéral

³ Cf. Rapport annuel AMF p. 48, « *Report of the IOSCO Technical Committee on Strengthening Capital Markets against Financial Fraud* », www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.pdf

d'échange d'informations⁴ (MMOU), adopté en 2002, en matière d'échange d'informations et de coopération entre régulateurs.

Cette reconnaissance s'accompagne, d'une part, de l'engagement de l'ensemble des membres de l'OICV de signer le MMOU au plus tard en 2010 et, d'autre part, que tout nouveau candidat à l'adhésion à l'OICV soit reconnu apte à signer le MMOU, préalablement à son adhésion.

Cette résolution a créé une dynamique forte entre les membres de l'OICV. Un grand nombre d'autorités de pays émergents a engagé une procédure d'admission ou travaille sur les réformes à mettre en œuvre pour renforcer la qualité de leur candidature.

La démarche adoptée lors de la conférence des présidents de 2002 se veut progressive et incitative. Le MMOU a été reconnu en 2005 comme un point de référence indispensable et a pris un caractère obligatoire. Néanmoins, aucun processus permettant la sanction des manquements aux obligations qu'il impose n'est pour l'heure défini. Il n'est pas exclu, cependant, que des évolutions aient lieu sur ce point en se rapprochant de l'échéance de 2010.

2 Le renforcement de la coopération technique

Afin d'accompagner le renforcement des obligations des membres, le plan d'action de l'OICV renforce également la coopération technique entre les membres, et favorise, notamment, les partenariats entre des autorités de marchés développés et des autorités de marchés émergents dans le cadre de la préparation à la candidature. Le comité des Présidents avait voté en 2004 une augmentation de la contribution financière des membres afin de permettre la mise en œuvre de programmes de coopération plus ambitieux.

Dans la continuité de ces efforts, le comité d'application des principes de l'OICV a poursuivi ses travaux en 2005 en favorisant par tous les moyens l'accessibilité à la *Méthodologie pour l'évaluation de la transposition des principes de l'OICV* qui constitue le principal outil d'analyse de la réglementation. Un séminaire régional de formation des personnels des autorités de régulation à l'usage de la méthodologie s'est tenu en novembre à Kampala (Ouganda) pour la région Afrique et Moyen-Orient. L'AMF a pour sa part contribué à cette initiative en assurant un certain nombre de formations lors de ce séminaire régional.

Par ailleurs, en 2005, à la suite du départ d'Andrew Sheng, Président de l'Autorité de Hong Kong, qui assurait la présidence du Comité technique, Michel Prada, Président de l'AMF et vice-président du Comité technique, lui a succédé jusqu'au terme du mandat initial soit juin 2006. Røel Campos, commissaire de la SEC des États-Unis, a été nommé vice-président.

⁴ Le MMOU est le *Multilateral Memorandum of Understanding*, voir *infra* page 80.

C Le *Joint Forum*

Le *Joint Forum* est composé de représentants de l'OICV (secteur des valeurs mobilières), de l'IAIS⁵ (secteur des assurances) et du Comité de Bâle (secteur bancaire). En 2005, ses travaux ont porté principalement sur l'élaboration de principes sur la continuité de l'activité. Le *Joint Forum* a également initié une réflexion sur la commercialisation des produits et des services financiers, vue sous l'angle des obligations des prestataires envers leurs clients. Le groupe de travail constitué sur ce thème devrait en priorité analyser les éventuelles différences entre les secteurs des banques, des assurances et des valeurs mobilières. Soumis au *Joint Forum* par l'OICV sur une proposition de l'AMF, ces travaux devraient permettre de favoriser la lisibilité de la réglementation en ce domaine. Il est à noter que ce mandat recentre les travaux du *Joint Forum* sur des sujets communs aux trois secteurs, alors que le *Joint Forum* avait pour habitude de concentrer son activité sur des questions prudentielles.

D Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR⁶)

L'AMF consacre une part importante de son activité à la participation aux travaux du CESR. Ainsi, elle est représentée dans l'ensemble des groupes de travail et des groupes permanents. Plusieurs groupes ont été présidés par l'AMF, que ce soit dans le cadre de la préparation des mesures de niveau 2 de la directive Marchés d'instruments financiers, des travaux relatifs aux actifs éligibles à l'actif des OPCVM, ou dans le cadre des travaux du sous-groupe sur l'audit.

La gouvernance du CESR et son rôle dans le processus Lamfalussy continuent de faire l'objet de réflexions, tant il est vrai que le processus se construit et se développe au fur et à mesure de la mise en œuvre du Plan d'action sur les services financiers (PASF). En 2004, le CESR avait publié un rapport dit « Himalaya⁷ » sur son positionnement dans le cadre institutionnel européen. Le renforcement souhaité de ses moyens et de ses prérogatives demeure difficile à mettre en œuvre pour des raisons essentiellement institutionnelles, ce qui constitue un frein à sa capacité à coordonner les régulateurs européens et à les conduire vers une plus grande convergence et une coopération mieux articulée.

Le CESR se situe cependant à une période charnière de son activité. Il achève son travail d'avis à la Commission européenne sur les mesures d'application des directives du PASF et doit s'attacher maintenant à la coordination de la supervision. Son agenda devra être dicté par les questions de supervision et la mise en œuvre pratique des directives (passeport, délégation de pouvoirs,

⁵ International Association of Insurance Supervisors.

⁶ CESR : Committee of European Securities Regulators.

⁷ Cf. Rapport annuel AMF 2004, p. 51, *Which supervisory tools for the EU securities markets ? Preliminary progress report (Himalaya Report)* document CESR références no 04-333f disponible sur www.cesr-eu.org.

coordination de la supervision). À ce titre, il faut souligner que les directives adoptées dans le cadre du Plan d'action ont profondément changé la répartition des compétences entre les autorités de régulation européennes et rendent nécessaire une articulation plus étroite entre elles. La question se pose alors du développement d'outils informatiques d'échanges d'informations sur la surveillance des marchés, et à tout le moins de la compatibilité des systèmes nationaux. Anticipant cette évolution, le CESR a créé, lors de sa réunion de novembre 2005 un groupe de travail, confié à Michel Prada, chargé d'analyser cette nouvelle phase et de faire les propositions nécessaires à la mise en ordre de marche du CESR. Les conclusions de ce groupe, composé de huit présidents du comité technique de l'OICV, seront rendues au premier semestre 2006.

E Les relations avec les institutions communautaires

L'AMF participe, aux côtés de la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), des autres régulateurs français, et en lien avec les associations professionnelles, à l'expression auprès des institutions communautaires de la conception française de la régulation financière.

Cette action, par nature protéiforme, se traduit notamment par les réponses de l'AMF aux consultations de la Commission, l'organisation de rencontres de travail avec ses services ainsi qu'avec des parlementaires, par une présence aux auditions du Parlement européen ainsi que par des contacts avec les associations professionnelles. L'AMF participe et s'exprime également au sein des différents colloques et manifestations qui traitent de la régulation financière. Elle a également participé aux débats organisés par la Commission européenne sur le Livre vert sur la gestion, en y répondant de manière détaillée⁸.

Par ailleurs, le Président de l'AMF a été invité par le Parlement européen à s'exprimer, en décembre 2005, devant le groupe interinstitutionnel de suivi du processus Lamfalussy. Il a pu ainsi exposer certains points importants de la réponse de l'AMF au Livre vert sur les services financiers.

Dans cette réponse, l'Autorité des marchés financiers a souligné les bénéfices apportés par le Plan d'action pour les services financiers dans la réforme et la modernisation du droit financier européen, l'adaptation du cadre législatif aux innovations et l'internationalisation des marchés en une période de temps relativement brève.

L'Autorité des marchés financiers a également attiré l'attention de la Commission européenne, sur la nécessité d'approfondir le processus Lamfalussy afin de lui donner tous ses effets et sur quelques points majeurs relatifs au contenu des règles qui nécessiteraient son intervention. En

⁸ Cf. *infra* p. 74.

particulier, la nécessité d'une directive sur le règlement livraison de titres, la nécessité également de bien mesurer les effets de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire et les risques de perturbation dans l'application uniforme du droit communautaire. L'AMF a également insisté sur l'intérêt qu'il y aurait à conduire une réflexion sur la transparence du marché obligataire.

Enfin, l'AMF a rappelé à cette occasion le bien-fondé des conclusions formulées par le rapport du CESR⁹, dit rapport « Himalaya », et son souhait de voir ses principales propositions mises en œuvre.

2 Les opérations et l'information financière

Sur le plan international, les travaux ont porté principalement sur la transparence du marché obligataire, suivant en cela les recommandations du rapport du groupe de travail spécial des présidents du comité technique de l'OICV sur la fraude financière internationale, dit rapport « Parmalat », publié au mois de décembre 2004.

En Europe, le CESR a concentré ses efforts sur les mesures d'application et la mise en œuvre des directives Prospectus et Transparence. Il a également repris à son compte les travaux de l'OICV sur les agences de notation.

A Les travaux de l'OICV relatifs à l'établissement d'un prospectus applicable aux produits de taux

Lors du comité technique du 2 octobre réuni à Francfort, un document intitulé *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, préparé par le *Standing Committee* N° 1, a été approuvé pour consultation. Ce document décrit les grands principes que devraient suivre les régulateurs dans la mise en place d'un prospectus concernant les produits de taux pour un émetteur étranger qui souhaiterait réaliser une offre transfrontière ou demander l'admission de ses obligations à la cotation.

Ces principes s'appliquent uniquement aux obligations simples dites « *plain vanilla* » (les obligations convertibles ou structurées sont exclues, *a contrario* les obligations comportant des clauses de subordination ou des *covenants* sont couvertes) destinées aux investisseurs particuliers ou susceptibles d'être souscrites par eux.

⁹ Rapport annuel 2004, pages 51 et 52.

Ce schéma est le parallèle du schéma « action » qui avait été établi par l'OICV en 1998.

Le contenu du prospectus concernant les produits de taux proposé par l'OICV diffère sur certains points de l'annexe IV du règlement européen 809/2004/CE du 29 avril 2004. Il requiert, notamment, une information plus détaillée en ce qui concerne l'activité de l'émetteur (description des brevets, de la politique de recherche ou des implantations des principaux sites de l'émetteur), la description des règles de gouvernance ou encore les opérations que l'émetteur réalise avec des parties liées (« *related third party* »).

Après examen des réponses à la consultation, le schéma devrait être adopté de manière définitive par le comité technique de l'OICV dans le courant du premier semestre 2006.

B La directive Prospectus¹⁰

La directive Prospectus a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) le 31 décembre 2003. Elle a pour objectif de renforcer l'efficacité du marché unique en permettant à l'émetteur de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Union sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil (procédure du passeport européen). En outre, la directive accroît la protection des investisseurs en imposant des exigences renforcées en matière d'information par les émetteurs.

Au cours des quatre dernières années, l'AMF, au sein du CESR, a participé activement à l'élaboration du nouveau régime de prospectus d'offre au public par des sociétés faisant appel public à l'épargne. À la suite de l'adoption de la directive, un groupe d'experts (groupe « Prospectus ») avait été mandaté en 2003 afin de rendre un avis technique sur le règlement européen n° 809/2004 pris en application de cette directive.

En 2004, le groupe « Prospectus », aidé par le CESR-Fin, le comité permanent en charge des questions comptables, a rédigé des recommandations afin de permettre une mise œuvre convergente du règlement européen dans les différents États membres. Ces recommandations, publiées en février 2005, ont été traduites en français par l'AMF et sont disponibles sur son site internet¹¹.

En 2005, le groupe « Prospectus » a rendu un dernier avis technique sur une éventuelle modification du règlement européen n° 809/2004, portant sur l'information financière exigée des entités ayant un historique financier complexe. Cet avis a été publié le 27 octobre 2005.

À la suite de l'entrée en application du règlement européen n° 809/2004 le 1^{er} juillet 2005, les régulateurs européens, les émetteurs et les professionnels

¹⁰ L'ensemble des directives européennes relatives aux marchés financiers a fait l'objet d'une publication spécifique de l'AMF intitulée « La régulation financière dans la future Europe financière » disponible sur le site www.amf-france.org/documents/general/6479_1.pdf.

¹¹ Textes de référence/Accès par type de textes/Règlement général/Règlementation de référence.

des marchés ont été confrontés à un certain nombre de questions pratiques. La procédure de passeport qui facilite les opérations transfrontières, rend en outre nécessaire la coopération entre les différents régulateurs afin d'en assurer le bon fonctionnement. Le CESR a donc décidé de constituer un groupe de travail sur la directive Prospectus, composé de représentants des régulateurs.

Les deux objectifs de ce groupe sont de faciliter le fonctionnement du passeport et de définir une position commune des régulateurs sur des questions liées à la mise en œuvre de la directive et de son règlement d'application. Les premiers travaux ont consisté à définir une procédure de notification, entre régulateurs, du certificat d'approbation d'un prospectus. Le groupe a également commencé à examiner certaines questions liées au régime linguistique et au contenu des prospectus. Les positions communes du groupe seront publiées sur le site du CESR.

En France, la directive Prospectus a été transposée par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (loi Breton). Le règlement européen pris en application de la directive est applicable depuis le 1^{er} juillet 2005.

Les modifications du règlement général de l'AMF liées à la transposition de la directive Prospectus ont été homologuées par arrêté du 1^{er} septembre 2005 et sont applicables depuis le 9 septembre 2005.

2005				2006				2007			
1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
*											
**											

* Règlement européen application au 01/07/2005.

** Loi n° 2005-842 du 26/07/2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et RG AMF en vigueur au 09/09/2005.

La directive Transparence

La directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2004¹².

1 La présentation de la directive

La directive complète le dispositif prévu par les directives Abus de marché et Prospectus en harmonisant les exigences d'information périodique et

¹² Journal officiel de l'Union européenne n° L. 390, 31 déc. p. 38.

permanente des émetteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé ainsi que les obligations de déclaration des franchissements de seuils des actionnaires de ces émetteurs.

La directive étant d'harmonisation minimale, l'État membre d'origine pourra imposer des obligations plus strictes aux émetteurs et actionnaires relevant de sa compétence. L'État membre d'origine est défini comme l'État du lieu du siège de l'émetteur pour les actions et titres de créance d'une valeur nominale inférieure à 1 000 euros. Pour les autres titres, l'émetteur a le choix entre l'État membre de son siège et celui de l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé, étant précisé que ce choix demeure valable pendant trois ans.

Les émetteurs ayant leur siège social dans un pays tiers à l'Union européenne peuvent se voir exemptés d'appliquer certaines dispositions de la directive par les autorités compétentes de l'État membre d'origine, à condition que la législation du pays tiers en question fixe des obligations au moins équivalentes. La notion d'équivalence sera précisée par la Commission européenne une fois que l'avis du CESR aura été finalisé.

La directive définit l'information réglementée comme regroupant les informations suivantes¹³ :

- les informations dont la publication est exigée par la directive ;
- les informations dont la publication est exigée par les États membres d'origine, en plus de ce que prévoit la directive ;
- les informations sensibles, dont la publication est exigée par la directive Abus de marché¹⁴.

2 Les obligations d'information prévues par la directive

La directive précise les obligations d'information périodique et permanente applicables aux émetteurs.

En ce qui concerne les obligations d'information périodique, elle impose aux émetteurs la publication :

- d'un rapport financier annuel, dans les quatre mois de la clôture de l'exercice, qui comprend les états financiers audités, le rapport de gestion, le rapport d'audit et la déclaration des responsables de ces états financiers au sein de l'émetteur (art. 4) ;
- d'un rapport financier semestriel, dans les deux mois à compter de la fin du semestre, qui comprend un jeu d'états financiers résumés, le rapport de gestion intermédiaire et la déclaration des personnes responsables de

¹³ Art. 2.1 k).

¹⁴ Selon les États membres, les déclarations de transactions des dirigeants seront ou non considérées comme une information réglementée devant être publiée par l'émetteur. En effet, d'après l'avis du CESR, ces informations entrent dans le champ de l'information réglementée dans la mesure où l'émetteur en est destinataire (Avis du CESR/05-407 du 30 juin 2005). Toutefois, cette définition de l'information réglementée n'est pas reprise par le projet de directive d'application de la directive Transparence élaboré par la Commission sur la base de cet avis.

ces états financiers au sein de l'émetteur. Il est précisé que la directive ne prévoit pas de revue limitée de ces états financiers mais permet aux États membres de l'imposer, la revue limitée devrait donc rester la règle en France pour les sociétés soumises au contrôle de l'AMF (art. 5) ;

- de déclarations intermédiaires au moins deux fois par an (en fait trimestrielles), qui ne sont toutefois pas exigées des sociétés qui publient des rapports trimestriels du fait de la législation applicable, des règles de marché ou de leur propre initiative (art. 6).

La directive pose également certains principes en matière de communication des émetteurs avec les actionnaires et obligataires (art. 17 et 18)¹⁵.

En ce qui concerne les obligations d'information permanente, la directive harmonise les obligations de déclaration des franchissements de seuil et certaines obligations de publication applicables aux sociétés à ce titre, par exemple, la publication des informations relatives aux modifications affectant les droits de vote (art. 9 et suivants).

Elle impose également aux émetteurs de publier certaines informations telles que les nouveaux emprunts ou les modifications des droits des porteurs des titres (art. 16).

3 La publication des informations réglementées

La directive prévoit trois obligations en matière de publication. L'information réglementée doit être :

- diffusée par les émetteurs – activement, et non par simple mise en ligne sur leur site – au moyen de médias permettant une diffusion efficace dans l'ensemble de l'Union européenne (art. 21) ;
- déposée auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine (art. 19). D'autres informations, par exemple les projets de modification des statuts, doivent également être déposées auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine (art. 19) ;
- transmise à un site centralisé d'archivage, lequel doit être mis en place par chaque État membre (art. 21).

4 La mise en œuvre de la directive

La mise en œuvre de la directive nécessite, à la fois, l'adoption par la Commission de mesures d'application fondées sur les avis rendus par le CESR et la transposition en droit français de l'ensemble que constituent la directive et ces mesures.

Pour l'élaboration des mesures d'application, la Commission a saisi les États membres d'un projet de directive d'application de la directive Transparence.

¹⁵ La question de l'inclusion de ces informations dans la définition de l'information réglementée se pose. Selon le CESR, ces informations ne font pas partie de l'information réglementée mais ce point n'est pas repris dans le projet de directive d'application élaboré par la Commission (Avis du CESR/05-407 du 30 juin 2005).

Préparé sur la base du premier avis rendu par le CESR le 30 juin 2005, le projet traite des mesures d'application de la directive en matière de déclaration des franchissements de seuil, de diffusion de l'information réglementée, de revue des comptes semestriels par les auditeurs et d'équivalence.

Par ailleurs, ayant reçu un nouveau mandat de la Commission, le CESR doit délivrer, avant le 30 juin 2006, un avis sur les systèmes d'archivage de l'information réglementée envisageables au niveau des États membres et sur le dépôt électronique de cette même information auprès des autorités compétentes. Un premier document de consultation a été publié à ce titre en janvier 2006 par le CESR.

Calendrier : la directive a partiellement été transposée par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (loi Breton), laquelle renvoie au règlement général de l'AMF pour les modalités d'application. Les mesures d'exécution devraient être adoptées par la Commission dans le courant de l'année 2006 sur la base des avis du CESR (avis rendu le 30 juin 2005 sur les standards de diffusion, les modalités de déclaration des franchissements de seuils, la revue des comptes semestriels et l'équivalence ; second avis rendu le 30 janvier 2006 sur le mécanisme d'archivage centralisé). La transposition intégrale de la directive devra intervenir avant le 20 janvier 2007.

2005				2006				2007			
1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
Mesures d'exécution CESR				Consultation de l'AMF							

D Les agences de notation

À la suite de l'adoption, le 4 décembre 2004, par le comité technique de l'OICV du code de bonne conduite¹⁶ des agences de notation, les réflexions se sont poursuivies en Europe et aux États-Unis.

En Europe, pour répondre à une demande de la Commission européenne, le CESR a publié, le 30 mars 2005, un avis technique sur l'opportunité de prendre d'éventuelles mesures de régulation concernant les agences de notation de crédit. Le rapport conclut que le code approuvé par l'OICV, et publié en décembre 2004¹⁷, constitue une bonne réponse aux questions posées par la Commission en matière de règles de bonne conduite. Il recommande de promouvoir, dans un premier temps, un système d'autorégulation afin de laisser aux agences le temps de prendre en compte les recommandations de

¹⁶ « Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation » *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, www.iosco.org/ioscopd180.

¹⁷ Idem.

l'OICV, et aux recommandations le temps de porter leurs effets. Sur la base de ce rapport, la Commission européenne a fait savoir, dans son Livre blanc sur les services financiers, publié le 5 décembre, qu'elle n'envisageait pas pour le moment de légiférer considérant que l'autorégulation par les participants du marché était, dans un premier temps, le moyen le plus approprié pour apporter des réponses adaptées aux évolutions des marchés.

Poursuivant son implication dans ce domaine, le CESR a adopté un plan de suivi de la prise en compte des recommandations de l'OICV par les agences exerçant leur activité en Europe. Ce processus permet au CESR d'exercer sur les agences une sorte de contrôle de conformité. Celui-ci demeurera un processus volontaire dans lequel les agences informeront régulièrement le CESR du degré de mise en œuvre des mesures.

En France, un travail de comparaison des codes de bonne conduite des agences avec celui de l'OICV a d'ores et déjà été effectué dans le cadre du rapport annuel 2005 publié par l'AMF sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers¹⁸.

Aux États-Unis, la SEC a poursuivi ses travaux sur le rôle et le fonctionnement des agences et a publié, en avril 2005, un projet de loi visant à définir le statut d'« Organisation d'évaluation statistique nationalement reconnue » (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO*), statut qu'elle a actuellement octroyé à cinq agences¹⁹. Cette initiative a été suivie, fin juin, par un autre projet de loi visant à promouvoir la compétition au sein du secteur des agences et à améliorer la protection des investisseurs. Si cette proposition devait être adoptée, elle changerait fondamentalement le rôle de la SEC, qui serait alors chargée alors d'enregistrer les agences, et de les surveiller, *via* notamment des inspections et des contrôles. Des consultations publiques ont déjà eu lieu et leurs résultats sont en cours d'analyse.

E Le gouvernement d'entreprise : groupe de travail de l'OICV, travaux de la Commission européenne

L'harmonisation des règles relatives au droit des sociétés et au gouvernement d'entreprise, ainsi qu'à la comptabilité et au contrôle des comptes a conduit à la mise en place d'un cadre juridique particulièrement riche, articulé autour de douze directives, deux règlements et une communication de la Commission européenne.

¹⁸ Voir *infra* « Rapport 2005 de l'AMF sur les agences de notation », page 141.

¹⁹ A.M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Limited, Fitch Inc., Moody's Investors Service Inc., Standard & Poor's Division of the McGraw Hill Companies Inc.

La Commission européenne a ainsi engagé un processus qui devrait conduire, dans chaque État membre, à une modernisation du droit des sociétés et du gouvernement d'entreprise. Pour autant, l'harmonisation est délicate, dans un domaine où la culture juridique diffère profondément d'un État membre à l'autre, et l'ancrage national demeure prépondérant.

Le plan d'action lancé par la Commission en 2003 fait l'objet, moins de trois ans après l'adoption de la communication de la Commission européenne, d'une nouvelle consultation. Celle-ci porte plus précisément sur les « priorités futures pour le Plan d'action sur la modernisation du droit des sociétés et le gouvernement d'entreprise ». En liminaire, le rapport mis en consultation souligne que l'essentiel des objectifs « à court terme » qui étaient fixés en 2003 ont été remplis.

Depuis mai 2003, la majorité des mesures préconisées pour le court terme ont été adoptées ou sont en voie de l'être, en particulier :

- deux recommandations sur les administrateurs ont été adoptées (recommandation sur la Rémunération des administrateurs des sociétés cotées, et recommandation sur le Rôle des administrateurs non exécutifs des sociétés cotées) ;
- la révision de quatre directives relatives aux comptes et à la comptabilité a été proposée et est en cours. Cette révision introduit notamment, pour toutes les sociétés cotées en Europe, l'obligation de déclaration sur le gouvernement d'entreprise, le contrôle interne et la gestion des risques ;
- un groupe consultatif d'experts chargés de donner des avis techniques détaillés en vue de l'élaboration de propositions législatives a été créé ;
- le Forum européen de gouvernement d'entreprise, qui a pour mission d'examiner les meilleures pratiques dans les États membres dans le domaine de gouvernement d'entreprise, a été établi en 2004. La Commission considérerait qu'il est important d'encourager la coordination et la convergence des codes nationaux en organisant des réunions de haut niveau régulières au sein d'un Forum dédié ;
- enfin, une proposition de directive sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, et modifiant la directive 2004/109/CE, a été adoptée récemment par la Commission européenne.

Le contexte actuel est différent de celui qui prévalait au moment de l'adoption du Plan d'action, en 2003, à la suite et en partie en réaction aux scandales financiers. Ces scandales ont donné lieu à un débat sur le gouvernement d'entreprise et à des demandes de la part des actionnaires pour plus de transparence et d'information de la part des entreprises. Bien que l'amélioration de la transparence et l'accroissement du rôle des actionnaires deviennent les principes de base de la Commission, celle-ci ajoute la nécessité de donner aux entreprises européennes les moyens d'affronter la compétition internationale conformément à l'agenda de Lisbonne.

B La coopération internationale et européenne en matière de comptabilité et d'audit

A Les travaux de l'OICV sur l'information comptable et financière (SC1)

Le comité n° 1 de l'OICV a pour objectif l'amélioration de l'information comptable et financière. En plus du comité plénier, ses travaux sont alimentés par quatre sous comités : le comité comptable, le comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS, le comité audit ainsi que le comité relatif à l'information non financière.

1 Les travaux liés à la qualité des normes comptables

En 2005, le SC1 a proposé une nouvelle liste de représentants au SAC (*Standards Advisory Council*), comité de l'IASB chargé de conseiller celui-ci pour la détermination des priorités des projets inscrits ou à inscrire à son ordre du jour. Les membres du SAC ont été désignés en octobre 2005 et l'OICV compte deux représentants du SAC.

Dans le cadre de la surveillance des projets de l'IASB²⁰ et de l'IFRIC²¹, le SC1 continue de participer aux travaux de l'IFRIC par le biais de ses deux observateurs, l'un issu de la SEC et l'autre²² du CESR-Fin. Les membres du SC1 participent également à différents groupes de travail instaurés par l'IASB concernant la présentation de la performance, les instruments financiers, l'assurance et l'extraction des ressources naturelles.

Le comité comptable du SC1 a également commenté en 2005 différents projets tels que celui relatif aux concessions et celui concernant les regroupements d'entreprises, intérêts minoritaires et éventualités (projet commun entre l'IASB et le FASB, normalisateur comptable américain).

2 Les travaux liés à l'application cohérente des IFRS

Le comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS du SC1 a pour objectif essentiel de faciliter une application cohérente de ces normes au sein des juridictions concernées. En octobre 2005, l'OICV a publié un communiqué affichant clairement la volonté des régulateurs de poursuivre cet objectif en mettant en commun leurs décisions prises en matière d'application des IFRS. Ce partage de l'information sera facilité par la mise en place d'une base de données stockant ces décisions et permettant la prise en compte de précédents dans la formulation de nouvelles décisions, à l'instar de l'initiative

²⁰ International Accounting Standards Board.

²¹ International Financial Reporting Interpretation Committee.

²² Il s'agit d'un représentant de l'AMF.

déjà prise par les régulateurs européens du CESR-Fin. Cet outil devrait être opérationnel en juillet 2006.

B Le CESR-Fin

En charge des problématiques liées à l'information comptable et financière, le CESR-Fin conduit ses travaux en comités pléniers sous la présidence de l'Autorité britannique, mais également au sein de trois sous comités :

- Le SISE (*Subcommittee on International Standards Endorsement*) est le comité comptable responsable notamment de la surveillance des travaux de l'IASB et de l'IFRIC, son comité d'interprétation, et ce, en liaison avec la Commission européenne, le CESR-Fin étant observateur à l'ARC (*Accounting Regulatory Committee*), Comité de la réglementation comptable dont le rôle est de conseiller la Commission européenne dans son exercice d'adoption des normes comptables internationales.
- Le SCE (*Sub Committee on Enforcement*) a pour vocation de promouvoir une application cohérente des IFRS au sein des régulateurs européens.
- L'ATF (*Auditing Task Force*) est chargé de suivre les développements liés à l'audit et plus particulièrement dans le cadre de la modification de la 8^e directive Contrôle légal des comptes.

1 Les travaux liés à la qualité des normes comptables

En plus du suivi rapproché des travaux de l'IASB, de l'IFRIC, de l'ARC et de son comité technique (l'EFRAG, *European Financial Reporting Advisory Group*), le CESR-Fin a émis, en 2005, les trois positions suivantes :

a) L'avis sur l'équivalence

Les régulateurs européens ont finalisé, en juin 2005, leur avis concernant l'équivalence des normes comptables américaines, canadiennes et japonaises avec les IFRS²³, et ce, dans le cadre du mandat qui leur a été donné par la Commission européenne en 2004. Ce mandat trouve sa source dans les directives, Prospectus et Transparence, qui prévoient toutes deux, pour les émetteurs immatriculés dans un pays situé en dehors de l'Union européenne, une exemption de publier des comptes IFRS pour autant que le référentiel comptable utilisé soit qualifié d'équivalent aux normes IFRS.

Selon l'avis du CESR, ces normes, prises dans leur ensemble, sont équivalentes aux IFRS sous réserve des points suivants :

- les entreprises ayant des filiales qui sont des entités *ad hoc* qualifiées non consolidées dans le référentiel local mais qui devraient l'être au regard des IFRS, doivent présenter un bilan et un compte de résultat *pro forma* intégrant lesdites entités ;

²³ Cet avis est disponible sur le site du CESR à l'adresse suivante : <http://www.cesr-eu.org>.

- les entreprises présentant des comptes en normes japonaises et ayant utilisé soit la méthode de la mise en commun d'intérêts, soit une procédure de consolidation ne prévoyant pas l'homogénéité des méthodes comptables au sein du groupe (maintenant ainsi des méthodes qui ne sont cohérentes ni avec les IFRS, ni avec les normes japonaises), doivent présenter un bilan et un compte de résultat *pro forma* établis à partir de la norme IFRS relative aux regroupements d'entreprises mais aussi à partir de méthodes comptables homogènes ;
- les émetteurs utilisant les normes japonaises et américaines doivent adopter des méthodes comptables prévoyant la comptabilisation en charges des paiements en actions sur une base équivalente à la norme IFRS correspondante au plus tard au 1^{er} janvier 2007²⁴ ;
- dans certains autres cas prévus par l'avis, les émetteurs doivent fournir une information complémentaire de nature qualitative, éventuellement accompagnée de données quantitatives.

Il revient à la Commission européenne de formuler sa décision à la lumière de l'avis du CESR. Mais du fait de l'importante tension politique suscitée par les possibles conséquences de cette décision, la Commission envisage de reporter celle-ci à fin 2006.

b) La recommandation relative aux indicateurs de performance d'octobre 2005

Les entreprises européennes utilisent assez largement des indicateurs de performance, qui ne sont pas directement extraits des états financiers audités, mais qui ont été construits à partir de ceux-ci (par exemple, l'EBITDA) ou alors proviennent d'autres sources (par exemple, des niveaux de production ou d'activité). Autant ces indicateurs peuvent fournir une information intéressante pour le marché si certaines précautions sont prises, autant ils peuvent induire les investisseurs en erreur s'ils sont utilisés et présentés de façon impropre. Aussi, une recommandation visant à améliorer la communication sur ces indicateurs de performance a-t-elle été publiée en octobre 2005 par les régulateurs européens²⁵.

Cette recommandation s'applique aux indicateurs de performance de nature financière. Un indicateur de performance est une mesure qui n'est pas définie au sens comptable, c'est-à-dire qui n'est pas présentée sur la face des états financiers audités (solde intermédiaire). Il doit être compréhensible, pertinent, fiable, comparable et les émetteurs doivent s'attacher à définir la terminologie et le mode de calcul utilisés. Lorsque cela s'avère possible, l'indicateur doit être présenté en liaison avec le solde intermédiaire correspondant, ce solde devant être présenté avec plus d'importance que l'indicateur, et les différences entre ces deux éléments doivent être expliquées, par exemple au moyen d'une

²⁴ Le CESR comprend que les Japonais ont en projet l'adoption d'une telle norme applicable à une date compatible avec celle de l'avis et que les Américains ont adopté une telle norme avec application, dans la plupart des cas, en 2006.

²⁵ Cette recommandation intitulée « *Alternative Performance Measures* », est disponible sur le site du CESR à l'adresse suivante : <http://www.cesr-eu.org>

réconciliation. Une information comparative pour les autres périodes doit être fournie et la définition des indicateurs doit être la même d'un exercice à l'autre. En outre, pour permettre une mise en perspective, l'émetteur doit expliquer la raison pour laquelle il utilise cet indicateur (il sert, par exemple, en interne à mesurer et contrôler la profitabilité ou la position financière de l'entreprise). Enfin, l'émetteur doit préciser si le contrôleur légal des comptes a revu cette information, et si tel est le cas, la nature de cette revue ainsi que ses conclusions.

Cette communication du CESR s'inscrit en droite ligne de celle de l'AMF du 20 septembre 2005 relative à la communication sur les résultats²⁶.

c) Le communiqué sur la transparence des options comptables

Le changement de référentiel comptable pour les comptes consolidés des sociétés européennes dont les titres sont cotés sur un marché réglementé est un événement majeur qui a reçu toute l'attention des régulateurs européens depuis 2000, et a conduit le CESR à publier une recommandation sur la transition aux IFRS, en décembre 2003, prévoyant une communication financière y afférente progressive et en trois phases successives²⁷.

Les comptes consolidés publiés au titre de l'exercice 2005 constituent ainsi, pour la plupart des émetteurs, les premiers états financiers annuels élaborés sur la base des normes comptables internationales. Conscients du fait que ce premier exercice est crucial pour le marché, les régulateurs européens ont publié un communiqué le 12 janvier 2006 sur la transparence des choix comptables utilisés²⁸.

L'objectif poursuivi par ce communiqué est double : d'une part, rappeler aux émetteurs européens l'importance d'une information claire et transparente lorsque des options sont utilisées (implicites ou explicites), d'autre part, alerter les utilisateurs sur le fait que l'existence d'options peut réduire la comparabilité entre émetteurs et qu'il est important pour eux de bien examiner les principes comptables utilisés.

La norme IAS 1 relative à la présentation des états financiers (paragraphes 108 et suivants) impose de fournir un résumé des principes comptables essentiels suivis ; cela comprend, en particulier, toute l'information nécessaire à la compréhension des options utilisées.

Quatre situations particulières générant des options ont été identifiées par le CESR²⁹ :

- les IFRS adoptées permettent explicitement différentes options ; tel est notamment le cas de la norme IFRS1 relative à la première application des

²⁶ Cette communication du 20 septembre 2005 est disponible sur le site de l'AMF à l'adresse suivante : http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6316_1.pdf

²⁷ Cette recommandation a été reprise par l'AMF dans sa Revue mensuelle de mars 2004, pages 27 et suivantes.

²⁸ Ce communiqué intitulé « *CESR reminds issuers and investors about the importance of clear and transparent disclosure on the use of any options made available by applicable financial reporting standards* » est disponible sur le site de CESR à l'adresse suivante : <http://www.cesr-eu.org>

²⁹ L'article intitulé « les points relevés par l'AMF à l'occasion des premières communications sur la transition aux IFRS » mis en ligne sur le site de l'AMF le 7 décembre 2005 et publié dans la Revue Mensuelle de décembre 2005 reprend plusieurs des éléments évoqués dans le communiqué du CESR.

IFRS qui prévoit, en plus des exceptions obligatoires, pas moins de douze exemptions facultatives. Dans ce cas, les normes IFRS demandent de fournir des informations sur les options utilisées ;

- certains traitements comptables, comme par exemple ceux relatifs aux contrats de concession, aux droits d'émission ou aux engagements de rachat des intérêts minoritaires, ne sont pas précisés par les IFRS. Il est alors important de fournir une information sur la méthode adoptée en application de la hiérarchie des textes définie par la norme IAS 8 relative aux méthodes comptables ;
- l'adoption partielle par la Commission européenne d'IAS 39 sur la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers (IAS 39 *carved out*) génère une option complémentaire. En effet, les dispositions d'IAS 39 concernant le traitement de la couverture des portefeuilles n'ont pas été rendues obligatoires. Aussi, certaines entreprises utilisent-elles les dispositions prévues par IAS 39 alors que d'autres mettent en œuvre d'autres mécanismes spécifiques dans le cadre du *carve out*. Dans tous les cas, le CESR souligne l'importance d'explicitier clairement les choix comptables retenus ;
- le délai nécessaire entre la publication d'une norme et son adoption par l'UE peut créer des « options » complémentaires. La Commission européenne a précisé dans une déclaration du 30 novembre 2005 que les règlements adoptant les IFRS, s'ils sont publiés dans le Journal officiel de l'Union européenne et entrent en vigueur après la clôture mais avant l'arrêté des comptes, peuvent être utilisés à la clôture lorsque leur application anticipée est permise par le règlement et les IFRS. Là aussi, il est important de fournir une information en cas d'application anticipée d'une norme.

2 Les travaux liés à l'application cohérente des IFRS

Le sous-comité SCE du CESR-Fin a poursuivi en 2005 ses travaux visant à garantir une approche convergente de la supervision, par les régulateurs européens, de l'application des IFRS par les sociétés cotées (*enforcement*). Ces efforts se sont particulièrement portés sur la mise en œuvre d'un mécanisme permettant une coordination étroite et efficace entre l'ensemble des entités chargées en Europe de cette supervision (régulateurs de valeurs mobilières et autres organismes de type *financial review panels*). L'objectif est ici double : d'une part, assurer un haut niveau de qualité dans l'application des principes comptables internationaux et, d'autre part, éviter que les décisions individuelles prises dans chaque État membre de l'Union européenne ne conduisent au développement d'autant de référentiels comptables différents.

Conformément au standard n° 2 du SCE sur le contrôle de l'information financière³⁰ qui fixe les bases de cette coordination, les trois principes qui doivent guider les régulateurs européens sont les suivants :

³⁰ *Financial Information – Co-ordination of enforcement activities.*

- lorsqu’une entité chargée au plan national de la vérification de la correcte application des normes comptables prend une décision vis-à-vis d’un émetteur, elle devrait tenir compte des décisions précédentes prises par ses homologues européens et, dans la mesure où les contraintes opérationnelles le permettent, discuter avec eux avant de prendre sa décision ;
- les décisions prises sont rapportées à une base de données centrale européenne ;
- les décisions pouvant avoir une incidence sur l’application harmonisée des IFRS au plan européen seront discutées au cours de sessions (EECS)³¹ organisées par le sous-comité SCE et regroupant toutes les entités précitées.

Concrètement, depuis janvier 2005, des sessions de l’EECS permettent un échange sur des problématiques rencontrées par chaque régulateur. En sept sessions, vingt-sept cas concrets ont fait l’objet d’une présentation et de délibérations au sein de l’EECS, ainsi qu’une première décision prise par l’AMF. Depuis octobre 2005, les décisions prises sont rapportées dans la base de données de l’EECS.

L’un des enjeux essentiels pour le SCE et l’EECS dans les mois à venir consistera à alimenter cette base de données européenne afin d’apporter une assistance pratique à la prise de décision par les régulateurs. L’autre enjeu important demeurera de tracer clairement, par son action en matière de coordination, la frontière entre les questions relevant de l’« *enforcement* » et celles relevant de l’interprétation des normes IFRS, pour lesquelles seul l’IFRIC est compétent. Dans cette optique, la participation d’un représentant de l’IFRIC à certaines sessions de EECS est envisagée à l’avenir.

Le SCE a également contribué à l’élaboration d’un guide sur les méthodes de sélection afin de préciser comment appliquer le paragraphe 13 du standard n° 1 du CESR sur le contrôle de l’information financière³². Ce paragraphe, qui stipule que l’*enforcement* doit s’appuyer sur une procédure de sélection des émetteurs et des documents à contrôler, ne fournissait en effet aucune indication détaillée. Pour le SCE, la mise en œuvre d’une méthode commune était considérée comme un élément important afin d’atteindre une convergence des approches de supervision.

C L’harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs

1 Le groupe de travail n° 1 de l’OICV (SC1)

Le SC1 de l’OICV a poursuivi en 2005 ses travaux pour la promotion de normes internationales d’audit et d’indépendance des auditeurs. Ces travaux ont en particulier consisté en :

³¹ *European Enforcers Coordination Sessions – EECS.*

³² *Financial Information – Enforcement of Standards on Financial Information in Europe.*

- l'élaboration d'un questionnaire³³ relatif aux dispositifs de surveillance des auditeurs mis en place dans les différents pays membres du Comité technique et du Comité des pays émergents. Les résultats de ce questionnaire ont été communiqués en avril 2005. L'enquête a révélé que les principes de l'OICV au sujet de la surveillance du vérificateur et de son indépendance étaient largement mis en œuvre sur la plupart des marchés développés et certains des marchés émergents, bien que l'on observe de grandes variations dans les méthodes et les structures. L'OICV procède à l'analyse des résultats de l'enquête et considère les révisions possibles des principes de régulation de l'OICV dans le domaine ;
- la préparation d'une réponse au projet de l'IAASB³⁴ relatif à la clarification des normes d'audit. Cet important projet vise à établir une distinction nette dans les normes d'audit entre les diligences obligatoires dans tous les cas et celles présumées obligatoires, dont l'auditeur peut se départir s'il met en œuvre des procédures alternatives qu'il juge suffisantes pour atteindre l'objectif de la norme. Le SC1 a manifesté son soutien à ce projet, sous condition que l'utilisation par l'IAASB des diligences présumées obligatoires reste modérée et ne remette pas en cause l'objectif de préservation de l'intérêt public attaché à un audit des comptes d'une entité faisant appel public à l'épargne ;
- l'examen de la question de la concentration des firmes d'audit au niveau mondial et son incidence potentielle sur la qualité des audits des groupes cotés. Si elle ne constitue pas une menace immédiate, la situation actuelle d'oligopole formé de quatre firmes doit être suivie de près.

Par ailleurs, le SC1 de l'OICV a poursuivi ses activités dans le domaine de l'audit, notamment au travers de sa participation au *Consultative advisory group* de l'IAASB et de l'*Ethics Committee de l'International Federation of Accountants* (IFAC), de ses contacts fréquents avec des membres de l'IAASB et de ses travaux sur les projets de normes de celui-ci.

2 La réforme de l'IFAC et le *Monitoring Group*

À l'issue d'un travail de préparation entre le *Monitoring Group of Regulators*, regroupant les principaux représentants mondiaux des milieux de la régulation financière³⁵, et l'IFAC, le PIOB³⁶, *Public Interest Oversight Board*, a tenu le 28 février 2005 sa réunion inaugurale. Le PIOB est composé de huit membres. Deux représentants de la Commission européenne assistent en tant qu'observateurs à ses réunions. Le PIOB a pour mission de superviser le processus d'élaboration de normes de tous les comités de l'IFAC dont les travaux relèvent de l'intérêt public (normes sur les diligences d'audit, codes

³³ IOSCO Auditor Oversight Survey.

³⁴ International Auditing and Assurance Standards Board.

³⁵ IAIS (International Association of Insurance Regulators), Banque Mondiale, Comité de Bâle, FSF, OICV.

³⁶ Créé en 2003, le *Public Interest Oversight Board* est composé de dix membres dont sept sont désignés par la Commission européenne. Il a pour mission de superviser les procédures de tous les comités de l'IFAC dont les travaux relèvent de l'intérêt public (audit, éthique, éducation).

de déontologie, normes sur la qualité des diligences et standards en matière de formation). Il est présidé par le Dr Stavros Thomadakis, ancien Président de l'Autorité des marchés financiers hellénique.

4 Intermédiaires, marchés financiers et post-marché

Les travaux de l'OICV ont permis d'approfondir les conséquences de la démutualisation des marchés et d'assurer le suivi d'une première étude sur la transparence du marché obligataire secondaire. Par ailleurs, deux sujets ont fait l'objet de recommandations : la politique en matière de gestion des erreurs de négociation sur le recours à la sous-traitance par les prestataires de services d'investissement. Enfin, l'AMF, au sein du SC3, de l'OICV préside un groupe sur la fonction de conformité au sein des prestataires et participe aux travaux sur les diligences à accomplir par les prestataires dans le cas d'opérations financières.

Au plan européen, ce sont les débats sur les mesures d'application de la directive MIF et le lancement des travaux préparatoires à la transposition de cette directive qui ont constitué l'essentiel des travaux sur les intermédiaires et les infrastructures de marché.

A Les travaux de l'OICV sur les marchés (SC2)

En octobre 2005, et après une période de consultation de six mois, le comité technique a définitivement approuvé un rapport de son *Standing Committee* n° 2 (SC2) sur les règles et procédures applicables aux transactions erronées sur les marchés réglementés, soit en raison d'un mauvais fonctionnement du système de négociation, soit en raison d'une erreur dans la saisie d'un ordre (*Error Trade Policy*). Ce rapport, disponible sur le site internet de l'OICV, comporte sept recommandations à destination des marchés réglementés, qui portent sur la mise en place de procédures claires et transparentes pour la gestion de ces erreurs. Il insiste, en particulier, sur la politique d'annulation des transactions résultant de ces erreurs, et invite les marchés réglementés à réfléchir aux mesures de prévention à mettre en place.

Reprenant, à la suite du rapport Parmalat, ses réflexions sur la transparence du marché obligataire des émetteurs privés qui avait fait l'objet d'un rapport en mai 2004 (*Transparency of the Corporate Bond Market*), le groupe de travail a engagé en novembre une consultation sur une base nationale, des principaux acteurs présents sur ce marché. Les résultats de ces consultations, attendus pour le premier trimestre 2006, permettront à l'OICV de mieux apprécier les compléments et approfondissements éventuels à apporter à ses recommandations initiales en matière de transparence du marché secondaire.

Au regard des évolutions intervenues au cours des cinq dernières années dans le domaine de la démutualisation des bourses et de leur cotation, le groupe de travail a, enfin, jugé utile de revisiter le rapport publié en juin 2001 sur le même thème à un moment où cette évolution n'en était encore qu'à ses prémises et où peu de marchés étaient encore cotés. Les travaux en cours s'attachent à apprécier les enjeux, pour les régulateurs, de telles évolutions, notamment au regard des fonctions de régulation qu'exerce encore un grand nombre de bourses. Il pointe, en particulier, la question des conflits d'intérêts entre ces fonctions de régulation et les objectifs de rentabilité fixés par les actionnaires des entreprises de marchés. Ce rapport devrait être approuvé au cours du 1^{er} semestre 2006.

B Les travaux de l'OICV sur les intermédiaires (SC3)

1 Les travaux relatifs à la sous-traitance

En début d'année 2005, le comité technique a approuvé un ensemble de principes applicables aux prestataires de services d'investissement ayant recours à la sous-traitance. Les travaux ont été menés par le SC3 en étroite coordination avec ceux du *Joint Forum* sur le sujet et ont pris en compte ceux conduits par le CESR dans le cadre de l'élaboration des avis techniques sur la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) ainsi que par le CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*). L'OICV, de même que les régulateurs bancaires et ceux du secteur des assurances, s'est intéressée à cette question en raison du caractère croissant de la sous-traitance dans le domaine des services financiers. Ce rapport est disponible sur le site internet de l'OICV.

2 Les travaux relatifs à la fonction de conformité

Le SC3 a poursuivi ses travaux en vue de l'élaboration d'un ensemble de principes sur la fonction de conformité. Une consultation a été menée d'août à octobre. Un document final, modifié compte tenu des réponses reçues lors de cette consultation, a été approuvé au comité technique lors de sa réunion de février 2006. Le SC3 a conduit ses travaux en tenant compte de ceux du Comité de Bâle et de ceux menés au plan européen dans le cadre de la comitologie préparée au titre de la directive Marchés d'instruments financiers.

Les principes énoncés portent sur :

- la création au sein des intermédiaires, d'une fonction de conformité pour identifier, évaluer, conseiller, contrôler et rendre compte du respect, par l'entreprise des dispositions législatives, réglementaires, professionnelles et déontologiques qui lui sont applicables ;
- le rôle et les responsabilités des dirigeants et du conseil d'administration dans la mise en œuvre de la politique de conformité et de son évolution :

- le rôle et la responsabilité de la personne assurant la fonction de conformité,
 - l'indépendance de la fonction,
 - les compétences, expérience, qualités professionnelles et personnelles des personnes en charge de la fonction,
 - l'information des régulateurs sur les manquements importants aux dispositions législatives, réglementaires, professionnelles et déontologiques ;
- l'évaluation de la fonction par l'intermédiaire et par des tiers tels que les commissaires aux comptes, les organismes d'autorégulation ou les régulateurs ;
- l'exercice de la fonction au sein d'entreprises exerçant des activités transfrontières.

3 Les travaux sur les diligences requises des intermédiaires agissant pour le compte d'émetteurs

Dans le prolongement du rapport sur la coopération internationale établi afin de lutter contre les infractions financières dit « Rapport Parmalat », une réflexion a été entamée sur les diligences requises des intermédiaires lorsqu'ils réalisent des opérations financières pour le compte d'émetteurs, notamment des montages financiers complexes. Devraient être examinées à cette occasion les diligences pesant sur les intermédiaires, notamment dans la gestion de l'information, compte tenu des rôles multiples et parfois conflictuels qu'ils peuvent être amenés à jouer (prêt à un émetteur, conseil et montage d'une offre pour ce même émetteur, teneur de marché, détenteur de positions sur les actions ou les obligations de l'émetteur). Les modalités de détermination du prix et les procédures d'allocation entreront également dans le champ des travaux.

C La directive sur les Marchés d'instruments financiers

La directive 2004/39/CE concernant les Marchés d'instruments financiers (directive MIF), constitue l'un des éléments clé du plan d'action lancé par la Commission européenne en mai 1999, visant à mettre en place un marché unique des services financiers. Cette directive parachève certains des principes posés par la directive de 1993 sur les services d'investissement (DSI), en améliorant certaines dispositions relatives à l'exercice du passeport européen en matière de services d'investissement, et instaure une plus grande concurrence entre les divers systèmes d'exécution des ordres. En contrepartie de la mise en place de ce cadre plus concurrentiel, la directive pose des principes visant à renforcer la protection des investisseurs, à garantir la transparence des marchés et à accroître les moyens de contrôle, par les autorités compétentes, de l'activité des marchés réglementés, des plateformes multilatérales et des entreprises d'investissement.

En 2005, l'AMF a continué d'être mobilisée sur différents aspects résultant de l'adoption de cette directive, tant au plan européen, avec la poursuite de l'élaboration des mesures d'application de la directive, que national, avec le lancement des travaux préparatoires à la transposition du texte en droit français.

1 Les travaux de comitologie

Les mesures d'application de la directive seront vraisemblablement adoptées par la Commission européenne à l'été 2006, une fois recueillis l'avis du Parlement européen et l'accord du CEVM (Comité européen des valeurs mobilières). Dès le mois de mai 2005, le CEVM a examiné des projets de textes élaborés par la Commission européenne à partir des deux avis techniques que lui avait adressés le CESR en janvier et avril 2005.

À partir de ces deux avis techniques, la Commission a élaboré quatre documents de travail :

- le premier porte sur la déclaration des transactions et les systèmes d'échange d'informations, détaillant les articles 25 (obligation de déclaration des transactions) et 58 (coopération entre régulateurs) de la directive ;
- le second texte traite des règles d'organisation des entreprises d'investissement et est pris en application des articles 13 et 18 de la directive (règles d'organisation et prévention et gestion des conflits d'intérêts) ;
- le troisième texte est relatif à la transparence des marchés et à l'admission des instruments financiers à la négociation, détaillant les dispositions de la directive concernant la transparence *pré-négociation* pour les marchés réglementés et les MTF (articles 29 et 44), la définition et les obligations des internalisateurs systématiques (articles 4 et 27), la transparence *post-négociation* (articles 28, 30 et 45), et les règles de traitement des ordres clients (article 22-2) ;
- et le dernier texte concerne les règles de conduite et autres règles de protection des investisseurs, précisant les conditions d'application des dispositions relatives à l'information des clients, à la règle de meilleure exécution, aux règles de traitement des ordres des clients, aux contreparties éligibles et aux définitions du conseil en investissement et des instruments dérivés (articles 4, 19, 21, 22(1) et 24 de la directive).

Les principales préoccupations de l'AMF portent sur la capacité, pour les autorités, de pouvoir continuer de surveiller efficacement les marchés dont elles ont la charge et, malgré une fragmentation des lieux de négociation, de permettre des conditions satisfaisantes de transparence, et un processus efficace de formation des prix.

2 Les travaux préparatoires à la transposition

Le travail législatif de transposition de la directive a débuté, en France, avec l'adoption, le 20 juillet 2005, de la loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire (DDAC) dans le domaine des marchés

financiers, dont l'article 5 habilite le gouvernement à procéder par voie d'ordonnance pour transposer la directive MIF.

De son côté, l'AMF a entamé les travaux de transposition dès le second semestre 2005, afin, d'une part, de contribuer aux travaux législatifs et d'autre part, de préparer la modification de son règlement général. Ainsi, elle s'est dotée d'une structure interne dédiée, organisée autour de quatre groupes de travail, intervenant dans chacun des domaines suivants.

- « Procédures d'agrément, règles d'organisation des PSI et passeport » : il s'agit d'identifier, notamment en lien avec les autorités compétentes en matière d'agrément des prestataires de services d'investissement (autres que les sociétés de gestion), l'ensemble des questions liées à l'agrément, à la surveillance des personnes visées par la directive et à l'exercice du passeport européen, et d'assurer une harmonisation des conditions de l'offre de services d'investissement par les différents acteurs concernés.
- « Règles de conduite et règles applicables à l'offre de services d'investissement » : la directive MIF est plus précise que la DSI en ce qui concerne les règles de protection des investisseurs, qu'elle différencie en outre selon leur nature (professionnels ou non) ; de plus, elle met au centre du dispositif réglementaire le principe de la meilleure exécution (« *Best Execution* »). Un chantier important en la matière s'impose donc, et se traduira par de substantielles modifications de l'actuel Livre III du règlement général de l'AMF.
- « Fonctionnement des marchés et des autres modes d'exécution des ordres » : la suppression de la règle de concentration des ordres sur un marché réglementé et l'alignement des obligations de transparence entre les différents modes d'exécution des ordres, ainsi que les dispositions en matière d'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, constituent des modifications majeures pour la Place française, qui supposeront des modifications importantes du règlement général de l'AMF.
- « Organisation du contrôle de l'AMF et coopération » : prévoyant des modalités nouvelles d'échange d'informations entre les régulateurs, et des obligations de coopération renforcées entre régulateurs, la directive constitue également un enjeu de taille pour ces derniers, dans leur organisation et fonctionnement, justifiant la poursuite de la préparation de la mise en œuvre par des travaux de niveau 3, au sein du CESR.

Outre cette organisation interne, l'AMF a souhaité mettre à profit la phase de préparation de la transposition de la directive pour anticiper et accompagner les mutations de la place financière française en associant le plus en amont possible l'ensemble des professionnels à ses travaux, en particulier au travers de leurs associations. Les orientations ainsi dégagées seront présentées pour débat au sein des commissions consultatives de l'AMF et validées par le Collège, avant le lancement de consultations publiques sur la nouvelle version du règlement général, qui devraient intervenir en plusieurs phases, à partir du second semestre 2006.

L'exercice de transposition de cette directive constitue un défi majeur pour le régulateur français et un élément-clé du débat sur la compétitivité de la place financière française. Il s'inscrit par ailleurs dans le cadre d'une réflexion sur « une meilleure régulation », voulue par la Commission européenne et que l'AMF a placé au cœur de son dispositif pour les années à venir.

Calendrier : La directive MIF est entrée en vigueur le 30 avril 2004. Les mesures de niveau 2 sont en cours d'élaboration : le CESR a rendu ses avis techniques à la Commission européenne à la fin de janvier 2005 sur le premier jeu de mandats et début mai 2005 sur le second jeu de mandats. Les mesures d'application seront vraisemblablement adoptées par la Commission européenne en juin 2006, à l'issue des discussions en cours au sein du Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) et une fois recueilli l'avis du Parlement européen.

La date butoir de transposition de la directive a été reportée du 30 avril 2006 au 31 janvier 2007 compte tenu de l'importance des changements qu'elle induit. Les acteurs financiers auront, quant à eux, jusqu'au 1^{er} novembre 2007 pour se conformer à ces nouvelles obligations.

2005				2006				2007			
1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
*						**		***			

* Mesures d'exécution de niveau 2 adoptées au 2^e trimestre 2006.

** Projet d'ordonnance et de RGAMF pour entrée en application le 31/01/2007.

*** Délai supplémentaire de mise en conformité des acteurs financiers jusqu'au 1^{er} novembre 2007.

D Les réflexions et travaux en cours sur les activités de *post-marché*

Les travaux menés par les instances européennes sur le *post-marché* ont connu un nouvel essor durant l'année 2005. Le Parlement européen a confié la rédaction d'un rapport sur la compensation et le règlement-livraison en Europe à la députée européenne Piia-Noora Kauppi, adopté par le Parlement européen en juillet 2005. Soutenant pleinement l'initiative de la Commission européenne de mener une étude d'impact sur l'opportunité d'avoir une directive sur le *post-marché*, les députés européens n'ont pas conclu à l'absolue nécessité de disposer d'une directive mais n'en rejettent pas pour autant l'idée, estimant que l'option législative dépend des résultats de l'étude d'impact de la Commission européenne.

Les groupes d'experts opérationnels (CESAME), juridiques (*Legal Certainty*) et fiscaux (FISCO), coordonnés par la Commission européenne, ont poursuivi durant l'année 2005 l'étude des éléments d'harmonisation du *post-marché* en Europe. En septembre 2005, le Commissaire européen Charlie McCreevy a rappelé la nécessité pour les acteurs de l'industrie du *post-marché* de trouver rapidement les moyens de réduire les coûts de transaction transfrontières et a souligné les bénéfices possibles d'une consolidation, notamment par

l'établissement d'une chambre de compensation unique en Europe. À défaut d'initiatives de l'industrie, le Commissaire McCreevy a indiqué que la Commission européenne pourrait se saisir du sujet.

1 Les travaux SEBC/CESR

Après la publication, en octobre 2004, des « Standards pour le règlement-livraison des titres en Europe », le groupe de travail conjoint SEBC³⁷/CESR a travaillé, en 2005, à l'élaboration d'une méthodologie d'évaluation de ces standards, sur la base de celle publiée en 2002 par le groupe de travail CPSS³⁸/OICV. Des travaux ont également été entrepris en vue de préciser certaines normes et leur champ d'application. Les questions en suspens portaient sur le rôle des dépositaires centraux, la réglementation applicable aux entités aujourd'hui autorisées, dans certains pays, à exercer conjointement les fonctions de dépositaire central et des activités bancaires et enfin, les modalités de régulation, de supervision et de contrôle des entités entrant potentiellement dans le champ d'application de ces standards.

Cependant, le calendrier initialement prévu pour la conduite des travaux a été gelé, le temps qu'une étude d'impact détaillée soit menée concernant la prise en compte des risques de crédit intrajournalier auxquels les entités concernées pourraient être exposées.

En outre, la Commission et le Parlement européen ont également entamé une réflexion sur ces sujets. Le CESR a donc jugé préférable d'attendre que la Commission européenne expose sa politique en la matière et, notamment, s'exprime sur une future directive sur la compensation et le règlement-livraison, avant de finaliser les travaux. Le Président du CESR a envoyé, en décembre 2005, une lettre à la Commission européenne en ce sens.

Parallèlement à la poursuite de ces travaux sur la partie « systèmes de règlement-livraison », le groupe conjoint SEBC/CESR a élaboré, au cours de l'année, une série de standards pour les contreparties centrales (chambres de compensation), assortis de leur méthodologie d'évaluation, inspirés de recommandations publiées par CPSS/OICV en 2004. Le CESR a décidé de suspendre également ces travaux dans l'attente de la position des autorités européennes sur une éventuelle initiative communautaire en la matière.

2 La Convention de La Haye – Unidroit

En parallèle des travaux du groupe *Legal Certainty*³⁹, les débats sur la construction d'un droit du titre en Europe se sont intensifiés autour de la Convention de La Haye et de l'avant-projet de Convention Unidroit.

³⁷ Système européen des banques centrales.

³⁸ *Committee on Payment and Settlement Systems*.

³⁹ Créé à la suite de la communication sur la compensation et le règlement-livraison en Europe de la Commission européenne d'avril 2004, le groupe « sécurité juridique » est composé d'experts juridiques chargés d'examiner les obstacles juridiques à la construction d'un environnement européen du post-marché.

La conférence de La Haye a élaboré en 2002 une convention internationale permettant de retenir une règle de conflit basée sur la loi désignée par l'intermédiaire et le titulaire de compte. Le 15 décembre 2003, la Commission européenne, sous l'impulsion du Commissaire Bolkenstein, avait proposé que la Communauté européenne signe la Convention, ce qui a suscité une vive opposition des banques européennes et de la Banque centrale européenne, en raison des effets de l'adoption d'une telle convention notamment au regard des dispositifs actuels de sécurisation des systèmes de règlement-livraison et des avantages que pouvaient tirer les acteurs européens. La Commission européenne a, dès lors, conduit une étude d'impact qu'elle devrait présenter au début de l'année 2006.

Dans le même temps, l'organisation privée internationale Unidroit a entamé, en mars 2005, des négociations intergouvernementales pour élaborer une convention internationale ayant vocation à harmoniser les droits des États en matière de détention indirecte de titres. La Commission européenne a obtenu un mandat, en décembre 2005, pour participer aux négociations Unidroit.

5 La gestion d'actifs

Le sujet des *hedge funds* a été le plus saillant en 2005 au plan international tant à l'OICV qu'au FSF ou au *Joint Forum*. Des travaux sont en cours qui s'achèveront en 2006. Il faut souligner, par ailleurs, la publication d'un rapport sur le « *market timing* » et le « *late trading* » initié par l'OICV en 2004. Au plan européen, les travaux du groupe du CESR dédiés à la gestion se sont intensifiés, tandis qu'un débat plus général sur la politique en matière de gestion d'actifs a été lancé par la publication du Livre vert de la Commission européenne auquel l'AMF a répondu.

A Les travaux de l'OICV (SC5)

En 2005, le sujet des fonds de gestion alternative (communément appelés *hedge funds*) a retenu l'attention tant des gouvernements, des régulateurs nationaux, des associations professionnelles que des instances internationales de régulation. Estimé à 1 000 milliards de dollars, l'encours de ces *hedge funds* est tel qu'il a fait émerger un certain nombre de préoccupations en matière de régulation. Leur implication dans la gouvernance des sociétés cotées a ainsi été critiquée en raison de leur supposé manque d'*affectio societatis*. Des craintes en matière de stabilité financière ont émergé, surtout sur le marché des dérivés de crédit, à la suite de la dégradation de la notation de General Motors et Ford pendant l'été 2005, et, plus globalement, les régulateurs se sont interrogés sur la capacité de ces fonds d'investissement à gérer de manière appropriée les risques pris⁴⁰.

⁴⁰ Voir le document de consultation publique 05/04 de la FSA intitulé « *Hedge funds : a discussion on risks and regulatory engagements* » (juin 2005) et le document de la Netherlands Authority for the Financial Markets intitulé « *Hedge funds : an explanatory study of conduct-related issues* » (août 2005).

Ces nombreux sujets de préoccupation ont été à l'ordre du jour du Forum de stabilité financière des 8 et 9 septembre 2005, ainsi que du *Joint Forum* du 24 août auxquels l'AMF a activement participé.

Le Forum de stabilité financière de septembre 2005 a ainsi porté une attention particulière aux travaux du comité spécialisé sur la gestion d'actifs (SC5) de l'OICV, présidé depuis novembre 2003, par l'AMF. Le SC5 a, en effet, entrepris un important travail de consultation des professionnels du secteur afin d'évaluer les systèmes, règles et pratiques de ces fonds en matière d'administration, de gestion des risques et d'évaluation des fonds. En prenant, notamment, appui sur les travaux des organisations professionnelles du secteur envisageant l'adoption de codes de bonne conduite⁴¹, le SC5 pourrait être amené, dans les mois prochains, à formuler un certain nombre de recommandations dans ces domaines, comme l'OICV l'avait fait en 2004 pour les agences de notation. La démarche proposée par le SC5 a été définitivement validée par le comité exécutif de l'OICV d'octobre 2005.

Par ailleurs, toujours dans le domaine des *hedge funds*, le SC5 s'est attaché en 2005 à actualiser son rapport de 2003 intitulé « *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds* » en tenant compte des récentes et nombreuses initiatives réglementaires prises par ses membres. La SEC américaine avait ainsi décidé en 2004 que les *hedge funds* gérant plus de 25 millions de dollars devront s'enregistrer auprès d'elle, dès le 1^{er} février 2006. D'autres régulateurs européens, notamment l'AMF, ont mis en place un cadre de régulation sécurisé et adapté à ce secteur visant à accroître le nombre des investisseurs susceptibles d'acheter de tels fonds. Ce rapport préliminaire soumis à consultation publique a été publié sur le site de l'OICV en février 2006.

Enfin, l'année 2005 a permis au SC5 de finaliser deux importants rapports qui ont été définitivement approuvés en octobre par le comité exécutif de l'OICV.

Le premier rapport intitulé « *Anti money laundering, guidance for Collective Investment Schemes* » établit des standards de régulation pour la lutte contre le blanchiment par les fonds d'investissement. Il s'inscrit dans le prolongement des 40 recommandations du GAFI publiées en juin 2003.

Quant au second rapport, intitulé « *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues* », il établit des orientations de régulation en matière de « *market timing* » et de « *late trading* ». Il donne ainsi des indications pour la valorisation adéquate des portefeuilles, les accords avec les distributeurs, les programmes de contrôle interne, les diligences des contrôleurs externes et les éléments d'information à publier.

⁴¹ Voir notamment le rapport du « *Counterparty Risk Management Policy Group* » (27 juillet 2005), les travaux de l'association américaine *Managed Funds Association* « *MFA's sound practices for Hedge funds Managers* » (août 2005) et de l'association britannique *Alternative Investment Management Association* « *Asset Pricing and Fund Valuation in the Hedge Fund Industry* » (avril 2005).

Les travaux du SC5 sur la gouvernance des fonds d'investissement, dont les Entretiens de l'AMF du 29 novembre 2005 se sont fait l'écho⁴², devraient enfin trouver leur conclusion au cours du second semestre 2006.

B Les travaux européens

1 Le Livre vert de la Commission européenne sur la gestion d'actifs et la contribution de l'AMF

L'actualité européenne de la gestion d'actifs a été largement dominée, en 2005, par la publication par la Commission européenne, en juillet, du Livre vert sur la gestion d'actifs (précédé par un premier document de constat en février), ouvrant le débat sur le cadre communautaire des OPCVM. Constatant les limites du marché intérieur dans l'industrie des fonds d'investissement, la Commission a tracé de nombreuses pistes visant à permettre une meilleure organisation des acteurs sur une base paneuropéenne. Le Livre blanc sur les services financiers, publié en décembre 2005 par la Commission, a, par la suite, confirmé que la gestion d'actifs est l'un des deux seuls domaines du secteur financier (avec le règlement-livraison) dans lesquels la Commission envisage de légiférer de nouveau.

Selon la Commission, un approfondissement du marché intérieur, tant en matière de produits susceptibles d'être passeportés (*hedge funds*, fonds immobiliers, fonds de capital-risque), que de possibilités d'organisation transfrontière (passeport pour la société de gestion et pour le dépositaire, autorisation de fusions transfrontières, schémas maîtres-nourriciers transfrontières), est de nature à générer des économies d'échelle bénéficiant à l'investisseur.

Devant l'importance du sujet, l'AMF a, dès la publication du document préliminaire au mois de février, organisé les travaux pour la rédaction d'une contribution à la réflexion de la Commission. Les problèmes soulevés par le Livre vert et les pistes de réflexion proposées ont fait l'objet d'une concertation approfondie avec la place et avec les investisseurs :

- la commission consultative de l'AMF « Activités de gestion financière » a consacré plusieurs séances au débat sur les besoins réels de l'industrie en matière de libre établissement, et à l'examen des propositions concrètes faites par la Commission européenne. De son côté, la commission consultative « Épargnants et actionnaires minoritaires » a examiné les enjeux pour l'investisseur de schémas d'organisation dans lesquels la supervision des activités de gestion collective pourrait être éclatée entre plusieurs pays ;
- l'AMF a eu de nombreux contacts avec des professionnels de la gestion et avec leur association représentative.

⁴² Les Entretiens de l'AMF 2005, table ronde n° 3, la gouvernance des fonds, www.amf-france.org/documents/general/6401-1.pdf.

La réponse, rédigée en concertation avec les services de la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), a fait l'objet d'un examen approfondi par le Collège. Au-delà de l'envoi de cette contribution, l'AMF a présenté ses vues à la Commission européenne en décembre 2005.

L'AMF est dans l'ensemble favorable à ce qu'une réflexion s'ouvre sur la plupart des propositions soumises à consultation par la Commission.

Il est légitime que la profession cherche à s'organiser de manière optimale au plan européen. Il convient, cependant, de s'assurer que cette organisation est compatible avec l'exercice d'une surveillance susceptible de garantir la protection des investisseurs. Il importe également que ces économies d'échelle bénéficient à l'investisseur final sous forme de réduction de commissions et frais de gestion, grâce à une ouverture plus large des architectures de distribution des produits.

Un tel exercice doit aller de pair avec des avancées significatives en matière d'harmonisation de la régulation des acteurs en Europe, tant en ce qui concerne les textes que les pratiques. Il exige aussi une clarification des responsabilités des régulateurs et la mise en place d'une coopération très étroite.

En effet, les propositions de la Commission tendent à donner une plus grande liberté à la société de gestion pour choisir l'État membre chargé de l'agrée et de la contrôler, alors que la régulation des acteurs est encore faite de manière très peu harmonisée en Europe. Il faut cependant éviter une situation où le choix de la localisation de la société de gestion pourrait se faire en fonction d'un arbitrage réglementaire.

La régulation de la gestion collective porte en bonne partie sur l'adéquation des moyens de la société de gestion (la régulation de l'acteur) aux fonds qu'elle gère (la régulation du produit). Dans certains schémas envisagés par la Commission (le passeport société de gestion, le schéma maître-nourricier transfrontière), la régulation du fonds et celle de la société seraient confiées à deux autorités différentes. Ceci poserait évidemment des problèmes pratiques. Il faudrait inventer une coopération renforcée et très étroite, entre les régulateurs. Quant à la responsabilité prise par chaque régulateur au plan juridique, si elle peut être clairement délimitée en principe, elle pourrait être difficile à appréhender par l'investisseur.

Ainsi, le passeport pour la société de gestion, le passeport pour le dépositaire, le schéma maître-nourricier transfrontière méritent d'être étudiés, mais exigent un niveau élevé d'harmonisation de la régulation des acteurs. Quant aux fusions transfrontières de fonds, elles peuvent être encouragées, sous réserve que certaines conditions soient remplies et une certaine harmonisation assurée.

L'AMF estime, par ailleurs, qu'une grande partie des sources d'inefficience du marché des OPCVM en Europe sera traitée par une application pleine et entière des recommandations du CESR, qui devraient rendre l'information plus facilement comparable entre fonds agréés dans les différents États membres, et supprimer les divergences en matière de procédure de notification et

d'actifs éligibles. Ces mesures devraient rendre plus fluide le passeport produit, et rendre moins nécessaires pour l'industrie des schémas alternatifs (passeport société de gestion, schéma maître-nourricier transfrontière) porteurs d'incertitude sur la responsabilité des régulateurs concernés.

En tout état de cause, l'État membre d'accueil des produits doit conserver sa compétence sur les règles de commercialisation applicables sur son territoire, et la transmission des économies d'échelle éventuelles aux investisseurs doit être assurée.

L'harmonisation des règles applicables aux produits et aux acteurs va de pair avec l'achèvement du marché intérieur. Si les acteurs et les produits sont déjà européens, et si les régulateurs peuvent le devenir davantage, les épargnants resteront pour longtemps encore nationaux, avec des traditions, un rapport aux produits financiers, un degré d'implication dans les choix à opérer qui varient d'un État membre à un autre. C'est pourquoi chaque État doit rester libre de définir les règles de commercialisation applicables, comme le permet aujourd'hui la directive OPCVM, éventuellement à partir d'un socle communautaire.

L'AMF relève également que la structure de la production et de la distribution, comme le degré d'éducation des investisseurs, sont de puissants verrous à la redistribution aux investisseurs des économies d'échelle éventuelles, non seulement en France mais dans la plupart des pays d'Europe. En outre, les économies d'échelle attendues de certaines mesures visant à accroître la taille des fonds gérés sont couramment surévaluées et doivent être mieux appréhendées.

Enfin, l'AMF estime prioritaire le traitement des distorsions créées par le cadre législatif communautaire entre les différents produits : le contournement des règles posées par la directive OPCVM *via* l'utilisation d'autres instruments (certificats, obligations indexées, assurance-vie) compromet la cohérence de l'ensemble du système et la protection des investisseurs.

2 Les travaux du CESR – *Investment Management (IM)*

Le groupe d'experts du CESR-IM est présidé par Lamberto Cardia, Président de la CONSOB, le régulateur financier italien. Créé fin 2003, il a pour objet de faire converger les approches nationales des textes communautaires et les pratiques des régulateurs dans le domaine de la gestion collective. Son plan d'action, défini en juin 2004, l'a conduit, avec l'appui de l'AMF, à faire porter ses travaux de l'année 2005 sur les deux domaines dans lesquels le besoin d'une approche commune était le plus net : la recherche d'un consensus dans l'interprétation des dispositions de la directive OPCVM relatives aux actifs dans lesquels un OPCVM coordonné peut investir, et la simplification de la procédure selon laquelle un OPCVM agréé dans un État membre demande à être commercialisé dans un autre État membre.

Dans ces deux domaines, la priorité de l'AMF a été d'atteindre un consensus permettant un progrès de l'harmonisation européenne, tout en garantissant un haut niveau de protection de l'investisseur.

S'agissant des actifs éligibles, il était essentiel pour la cohérence du marché européen des fonds que les régulateurs s'entendent sur les conditions auxquelles un fonds pouvait être considéré comme coordonné, c'est-à-dire susceptible d'être agréé dans un État et distribué ensuite dans toute l'Union. L'AMF avait eu l'occasion de constater à de nombreuses reprises que des fonds agréés par le régulateur d'un autre État membre demandaient à accéder au marché français en vertu du passeport OPCVM, alors que l'AMF n'aurait pas considéré de tels fonds comme conformes à la directive OPCVM. Une telle situation était à l'origine d'une incertitude juridique pour l'industrie de la gestion, voire d'un arbitrage réglementaire pour l'agrément des OPCVM en faveur des places les plus souples dans leur interprétation des textes.

L'AMF a animé les travaux concernant une partie importante du mandat confié au CESR-IM par la Commission. Les principales questions à trancher avaient trait aux conditions d'éligibilité des fonds fermés, des instruments monétaires, et des dérivés sur des indices reproduisant l'évolution de paniers de matières premières ou de fonds alternatifs. L'enjeu était d'autant plus fort que, par exception et s'agissant d'une « clarification des définitions », le mandat pouvait conduire la Commission à prendre des mesures de niveau 2, donc s'imposant aux États.

Un premier document avait été ouvert à la consultation en mars 2005. En fonction des très nombreuses réponses obtenues, principalement en provenance de l'industrie de la gestion, un second document a été soumis à la consultation en octobre 2005. Un document définitif a été approuvé par les Présidents du CESR en janvier 2006⁴³. Il appartiendra alors à la Commission d'en retirer des dispositions de niveau 2 ; les dispositions de niveau 3 pouvant prendre quant à elles la forme d'une recommandation de la Commission ou d'une recommandation du CESR.

À ce stade, et en lien avec les objectifs de l'AMF, le document du CESR :

- offre certaines avancées en matière d'éligibilité qui autoriseront les OPCVM de droit français à bénéficier de conditions d'égalité de concurrence par rapport aux OPCVM étrangers ;
- comporte des garde-fous visant à garantir la cohérence d'ensemble de la directive OPCVM, que ce soit en termes de niveau de risque des OPCVM coordonnés, d'accès à certains risques inhabituels ou de possibilité de sortie à tout moment de ces OPCVM.

Cet exemple montre à la fois le temps nécessaire à l'atteinte d'un consensus sur des sujets complexes, dont les implications financières pour les industries nationales sont significatives, par des régulateurs aux conceptions parfois

⁴³ Avis du CESR à la Commission européenne sur la clarification des définitions relatives aux actifs éligibles à l'actif des OPCVM du 26 janvier 2006, réf. CESR/06-005 et compte rendu du CESR à la suite de la consultation portant sur l'avis du CESR à la Commission européenne sur la clarification des définitions relatives aux actifs éligibles à l'actif des OPCVM du 26 janvier 2006, réf. CESR/06-005.

éloignées. Le temps consacré à ces travaux résulte aussi de la volonté du CESR-IM de fonder ses avis sur une consultation approfondie de la place.

S'agissant de la procédure de notification, le CESR-IM se trouve saisi d'un sujet d'apparence très opérationnel, mais en réalité fondamental pour une véritable fluidité du passeport des OPCVM en Europe, qui est l'une des principales demandes de l'industrie de la gestion. En l'absence de précisions à cet égard dans la directive OPCVM, les États membres ont en effet développé des exigences et des pratiques différentes en ce qui concerne la procédure applicable lorsqu'un OPCVM est agréé dans un État membre et qu'il est « passeporté » dans un autre État pour y être commercialisé. Des divergences se sont ainsi instaurées en matière de gestion du délai de deux mois à l'issue duquel un fonds « passeporté » peut être commercialisé, en matière de documents demandés et de modalités de certification de ces documents, ou pour le traitement des fonds à compartiments. Une marge de manœuvre doit être laissée à l'État membre d'accueil du fonds « passeporté », en application de la directive OPCVM, en matière de modalités de commercialisation du fonds et de leur conformité aux dispositions nationales, mais une certaine standardisation doit être atteinte pour le reste de la procédure. À la suite des travaux menés en 2005, un premier avis représentant le consensus atteint par les régulateurs a été mis en consultation en fin d'année.

Conformément aux objectifs recherchés par l'AMF, cet avis devrait offrir à l'industrie un cadre harmonisé, lui permettant un gain de temps, sans porter atteinte à l'autonomie des États membres en matière de commercialisation de produits et sans modifier le niveau de protection des investisseurs français en OPCVM étrangers commercialisés en France grâce au passeport.

Le groupe s'est également préoccupé du suivi de la mise en œuvre des avis antérieurs, assuré par un « *Review Panel* ». Dans la mesure où les textes adoptés par le CESR d'après les propositions du groupe du CESR-IM ne sont que de niveau 3 dans le processus Lamfalussy (sauf, comme on l'a vu, dans le cas très particulier où la Commission donne un mandat au CESR dans le cadre d'une clarification de définitions), ils ne s'imposent pas directement aux États membres. Leur mise en œuvre dépend donc de l'engagement de chaque État membre à les appliquer. Dans ce contexte, la surveillance de leur bonne mise en œuvre est essentielle ; elle est assurée par un « *Review Panel* » qui s'assure de la mise en œuvre, sur la base des déclarations effectuées par les États membres.

En 2005, à la demande de la Commission européenne, le CESR a ainsi demandé aux États membres de répondre à un questionnaire relatif à la mise en œuvre des deux recommandations européennes concernant, la première, l'utilisation des instruments financiers dérivés par les OPCVM (2004/383/EC), et la deuxième le contenu du prospectus simplifié (2004/384/EC). Le groupe de travail du CESR-IM a été le lieu d'un débat sur les éventuels retards ou difficultés de mise en œuvre constatés dans les différents États membres. Un rapport qui présente les résultats de cette évaluation a été approuvé, en juin

2005, par les présidents, communiqué à la Commission européenne et au CEVM⁴⁴. Il est publié sur le site internet du CESR⁴⁵.

En 2006, les travaux du CESR-IM vont se poursuivre pour rapprocher les pratiques et les interprétations de textes communautaires faites par les régulateurs. La priorité sera donnée à la fin des travaux sur les actifs éligibles et sur la procédure de notification ; le reste de l'agenda sera défini, en liaison avec la Commission, en coordination avec l'avancée de sa réflexion sur une éventuelle refonte de la directive, ouverte par le Livre vert sur la gestion d'actifs.

6 Surveillance, enquête et coopération technique

A La coopération en matière d'enquête⁴⁶

1 La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV (SC4)

L'Autorité des marchés financiers a continué, au cours de l'année 2005, à apporter une active contribution aux travaux du groupe de travail n° 4 (SC4) du comité technique de l'OICV, chargé plus particulièrement des questions de coopération et d'échange d'informations entre régulateurs (*Standing Committee 4*)⁴⁷.

Plusieurs initiatives ont été entreprises par ce groupe de travail.

La plus importante a consisté à établir une liste des régulateurs avec lesquels les membres du groupe de travail ont eu à déplorer des difficultés dans les échanges d'informations : absence de réponse aux demandes de coopération, réponses incomplètes ou peu exploitables (absence de communication des noms des donneurs d'ordre, par exemple) ou délais anormalement longs pour fournir les réponses attendues.

Une fois cette liste arrêtée, le groupe de travail a pris contact avec ces autorités afin d'entamer un dialogue destiné à identifier les problèmes juridiques et pratiques et à tenter d'y trouver une solution.

⁴⁴ CEVM : Comité européen des valeurs mobilières.

⁴⁵ Pour ce qui est de la prise en compte en France de la recommandation 2004/383/EC, les grands principes de la recommandation sur l'utilisation des produits financiers dérivés (limitation de l'exposition au risque de contrepartie, limitation de l'engagement de l'OPCVM, obligations s'imposant aux sociétés de gestion, règles relatives aux acquisitions et cessions temporaires de titres) ont été transposés lors de la modification du décret n° 89-623. Les modalités de mise en œuvre de ces principes ont été intégrées dans le règlement général de l'AMF, modifié le 9 mars 2006 (articles 411-44-1 à 411-44-6) et dans l'instruction n° 2006-04 relative aux modalités de calcul de l'engagement des OPCVM. Ces deux documents ont été préalablement soumis à une consultation publique ouverte jusqu'au 6 mai 2005.

La prise en compte en France de la recommandation 2004/384/EC a été effectuée via l'instruction AMF n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM à vocation générale.

⁴⁶ Voir *infra* Chapitre 5 « La coopération internationale », page 229.

⁴⁷ Le groupe de travail n° 4 réunit 20 régulateurs des pays ou provinces suivants : Allemagne, Australie, Brésil, Canada – Ontario, Canada – Québec, Espagne, États-Unis – CFTC, États-Unis – SEC, France, Grèce, Hong-Kong, Italie, Japon, Mexique, Norvège, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Suisse.

Les juridictions qui ont fait l'objet de ces premiers contacts ont, dans l'ensemble, réservé un accueil favorable à cette initiative. Le groupe de travail va cependant s'attacher à vérifier que les bonnes intentions affichées se traduisent dans les faits.

Une seconde série de juridictions devrait faire l'objet d'une approche similaire en 2006.

Le groupe de travail n° 4 a également terminé et transmis au comité technique de l'OICV un rapport sur le gel des avoirs, afin d'apprécier l'état de la législation actuelle et de formuler un certain nombre de recommandations, qui doivent être approuvées par le comité des présidents de l'organisation lors de son assemblée générale annuelle de juin 2006. Ce sujet est apparu d'autant plus important que plusieurs enquêtes effectuées dans différents pays ont pu montrer que les fraudeurs utilisaient les disparités de législation existant entre les pays pour garder par-devers eux les profits obtenus de leurs activités illicites, empêchant ainsi les régulateurs de les appréhender, afin notamment de les restituer aux victimes.

Le groupe de travail n° 4 a, enfin, poursuivi ses travaux dans d'autres domaines relevant de son champ de compétence, notamment sur le phénomène dit des bouilloires (*boiler rooms*) et sur les fonds à effet de levier (*hedge funds*).

En 2006, le groupe de travail n° 4 devrait, sous l'impulsion de l'AMF, rédiger un nouveau rapport sur le rôle et l'impact du réseau internet dans le domaine des valeurs mobilières, dans le but d'actualiser les deux rapports qui ont été rédigés il y a quelques années par la *Task Force Internet* de l'OICV⁴⁸.

L'Autorité des marchés financiers participe également aux travaux du *Screening Group* de l'OICV.

Le *Screening group* examine les candidatures à l'accord multilatéral (MMOU). Un régulateur désirant devenir signataire de ce texte doit démontrer à un groupe d'experts issus de 24 régulateurs, le *Screening Group*, que son système juridique répond de façon adéquate aux exigences posées par l'accord⁴⁹. Le *Screening Group* formule ensuite une recommandation, transmise aux Présidents du comité technique, du comité exécutif et du comité des pays émergents de l'OICV, auxquels il appartient de prendre la décision d'accepter ou non le régulateur en tant que signataire de l'accord⁵⁰.

L'AMF participe depuis ses origines aux travaux de ce groupe, et a été un des premiers signataires de l'accord multilatéral. En février 2006, 30 régulateurs étaient signataires de l'accord, et peuvent ainsi plus facilement s'échanger

⁴⁸ Ces rapports sont disponibles dans leur intégralité sur le site internet de l'OICV : www.iosco.org

⁴⁹ Les 24 membres du *Screening Group* sont les 20 membres du groupe de travail n° 4, auxquels s'ajoutent les régulateurs d'Afrique du Sud, Inde, Sri Lanka et Turquie.

⁵⁰ Sous réserve, en cas de refus, d'un éventuel examen supplémentaire de la candidature par le comité exécutif de l'OICV, voir *supra* page 47.

des informations, notamment dans leurs activités de surveillance des marchés et d'enquêtes sur les fraudes boursières⁵¹.

Plusieurs autres régulateurs ont déjà ou sont sur le point de déposer leur candidature, l'OICV ayant souhaité que tous ses membres aient accompli cette démarche à la date du 1^{er} janvier 2010.

Par ailleurs, dans le but de permettre à ceux de ses membres qui souhaiteraient être aidés dans ce processus, une assistance technique a été mise en place, aux termes de laquelle un membre du *Screening group* prête son concours à l'élaboration de la candidature de ce régulateur et, le cas échéant, identifie les difficultés juridiques qui ne lui permettent pas de signer l'accord dans l'immédiat.

C'est dans ce contexte que l'AMF a été l'un des deux premiers régulateurs (l'autre étant la CNMV espagnole) à apporter une aide technique à l'un de ses homologues étrangers. Cette initiative, qui s'est avérée concluante, devrait être renouvelée en 2006.

Parallèlement à sa participation aux travaux du GAFI (Groupe d'action financière, chargé de la lutte contre le blanchiment de capitaux) au sein de la délégation française, l'AMF a représenté l'OICV à un certain nombre des réunions de ce groupe, l'OICV y ayant le statut d'observateur.

2 Le CESR-Pol

L'objectif principal de ce groupe⁵² est de faciliter les échanges d'informations entre ses différents membres, afin de rendre plus efficace la surveillance des opérations effectuées sur les marchés de valeurs mobilières placés sous leur contrôle. Il permet aussi aux autorités de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts lors d'investigations internationales.

En 2005, l'organisation et le fonctionnement du CESR-Pol ont été revus pour le rendre encore plus opérationnel. Ainsi, un sous-groupe permanent « Surveillance et Intelligence » composé des responsables de la surveillance des marchés et des acteurs a été créé. La possibilité de constituer des groupes *ad hoc* dits *Urgent issue Group* a été prévue afin de traiter rapidement et plus efficacement de sujets considérés comme urgents et substantiels, affectant plusieurs membres et portant sur la coordination d'enquêtes transfrontières ou sur l'interprétation ou le développement d'une approche commune sur une question particulière.

⁵¹ Au 15 janvier 2006, les régulateurs signataires de l'accord appartiennent aux pays ou provinces suivants : Afrique du Sud (FSB) Allemagne (BAFIN), Australie (ASIC), Belgique (CBFA), Canada – Alberta (SC), Canada – Colombie-Britannique (BCSC), Canada – Ontario (OSC), Canada – Québec (AMF), Espagne (CNMV), États-Unis (CFTC et SEC), France (AMF), Grèce (CMC), Hong-Kong (SFC), Hongrie (FSA), Ile de Man, Inde (SEBI), Italie (CONSOB), Jersey (FSC), Lituanie (SC), Malte (MFSA), Mexique (CNBV), Nouvelle-Zélande (SC), Pologne (PSEC), Portugal (CMVM), Royaume-Uni (FSA), Singapour, Slovaquie (FMA), Sri Lanka (SEC), Turquie (CMB).

⁵² Ce groupe de travail permanent du CESR, créé en 1999 à la suite de la signature, sous l'égide de FESCO, d'un accord multilatéral de coopération et d'échange d'informations, réunit les responsables des services d'inspection et de surveillance des marchés des 27 Commissions membres du CESR. Le directeur des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF, participe, depuis sa création, aux travaux du CESR-Pol.

Dans le cadre de la coopération des membres du CESR, l'AMF transmet régulièrement, *via* le réseau des membres du CESR-Pol, à tous ses homologues, les communiqués d'alerte qu'elle décide de publier sur son site. De la même façon, elle reçoit régulièrement de leur part des mises en garde adressées au public (plus de 70 en 2005) concernant des personnes proposant des services d'investissement alors qu'elles ne sont pas autorisées à le faire, ou proposant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur. Elle les relaie en les publiant sur son propre site internet⁵³.

Travaillant de façon récurrente sur les problèmes de coopération et d'échange d'informations avec certaines juridictions de pays tiers et sur la façon d'y remédier de manière collective, le CESR-Pol coopère activement avec l'OICV dans ce domaine en complément de ses initiatives directes auprès de certaines juridictions.

Par ailleurs, le CESR-Pol est en contact régulier avec la CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) américaine afin d'étudier ensemble les moyens d'améliorer la coopération entre les régulateurs européens et la CFTC.

En 2005, les efforts des régulateurs européens ont continué de porter sur la mise en œuvre opérationnelle de la directive Abus de marché et de ses directives et règlement d'application. Ainsi, à l'issue d'une période de consultation, la version définitive du document intitulé « *Level 3 – Preliminary guidance and information on the common operation of the Directive* », préparé par le CESR-Pol et visant à fournir à l'industrie des services financiers des informations et conseils de la part des régulateurs⁵⁴, a été publiée le 11 mai 2005. De plus, le programme de travail initié à la mi-2004 et visant à déterminer les actions et mesures à mettre en œuvre entre régulateurs, à court et moyen termes, pour ce qui concerne les procédures de coopération et de promotion d'une approche commune des abus de marché, a donné ses premiers résultats. Le CESR-Pol a notamment établi des meilleures pratiques notamment dans le domaine des enquêtes et la tenue d'auditions conjointes, et, déterminé des procédures différenciées en fonction des catégories d'informations à échanger.

B La coopération technique

Dans le cadre de sa mission de concours à la régulation européenne et internationale des marchés financiers, l'AMF a poursuivi ses actions de coopération bilatérale et multilatérale avec ses homologues étrangers. Une vingtaine de délégations étrangères (autorités de régulation, professionnels, chercheurs, etc.) a été reçue dans ses locaux pour des entretiens d'intérêt

⁵³ Rubrique « Les alertes des régulateurs européens ».

⁵⁴ Ce document abordait la question des pratiques admises de marché (avec une liste indicative et provisoire de telles pratiques admises à ce jour par certains membres ainsi que leur description), des pratiques susceptibles d'être des manipulations de marché (liste non exhaustive et descriptive) et des éléments devant être considérés par les prestataires comme des manifestations de possibles infractions et comme tels notifiés aux autorités, ainsi que la définition d'un format commun pour la notification des transactions suspectes par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit.

commun et des échanges de points de vue et d'expériences concrètes sur des sujets extrêmement divers liés à la régulation financière et à la formation professionnelle.

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi sa collaboration au sein de l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI).

Mis en place progressivement à partir de l'année 2000 à l'initiative de la COB, l'IFREFI a pour ambition d'être une structure souple de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail.

Depuis la signature de sa charte fondatrice en 2002, les réunions de l'institut s'organisent en deux temps majeurs.

La réunion des présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue à haut niveau sur l'actualité financière internationale et permet de traiter un thème d'intérêt commun en profondeur. En 2005, à l'invitation de la CBFA belge, cette réunion, qui s'est tenue à Bruxelles, a permis de traiter les thèmes des faillites frauduleuses et des agences de notation. Elle a rassemblé 25 participants représentant 27 pays et 16 marchés financiers⁵⁵.

Le séminaire de formation à destination des personnels des autorités francophones de marché, qui suit traditionnellement cette réunion, a porté sur les problématiques de l'agrément et le contrôle des prestataires de services d'investissement. Il a permis de traiter des conditions minimales pour l'agrément des PSI (moyens matériels, fonds propres, compétence, honorabilité et déontologie des dirigeants), de la conception générale du contrôle des PSI par les régulateurs (contrôle sur pièces et sur place, contrôle de l'organisation interne et de la structure financière), des techniques de contrôle par le régulateur (échantillonnages, questionnaires, analyses), des décisions de sanction à l'encontre des prestataires des services d'investissement, et plus largement des règles de bonne conduite applicables aux professionnels.

⁵⁵ Étaient représentés : l'Algérie (COSOB), la Belgique (CBFA), le Cameroun (CMF), la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC qui rassemble 5 pays), la France (AMF), le Luxembourg (CSSF), le Maroc (CDVM), le Québec (AMF), la Suisse (CFB), l'Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA qui rassemble 8 pays), la Tunisie, la Principauté de Monaco et la Roumanie.

Calendrier prévisionnel de transposition des directives adoptées au 6 janvier 2006

DIRECTIVES	2005				2006				2007				
	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	
■ Directive déjà transposée au 1 ^{er} janvier 2005													
■ Délai supplémentaire de mise en conformité													
■ Délai de transposition													
■ Délai probable avant adoption de la directive ou des mesures d'exécution de niveau 2 par le CESR													
A. Information et opérations financières													
1. Normes comptables internationales													
2. Prospectus													
- Règlement européen en application au 01/07/2005													
- Loi n° 2005-842 du 26/07/2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et RGAMF en vigueur au 09/09/2005													
3. OPA													
- Transposition avant le 20/05/2006													
- Projet de loi adopté en première lecture par l'Assemblée nationale le 15/12/2005													
4. Transparence													
- Révision de l'exécution de niveau 2 adoptées par la Commission dans le courant de l'année 2006													
- Projet de loi et RGAMF en vigueur avant le 20/01/2007													
B. Marchés et intermédiation financière													
5. Conglomérats financiers													
6. Abus de marché													
- Règlement européen et nouvelles dispositions du RGAMF en vigueur depuis octobre-novembre 2004													
- Lois n°2005-811 du 20/07/2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers et n°2005-842 du 26/07/2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie													
- Modifications du RGAMF pour la définition des modalités d'établissement des listes blanches													
- Mise des opérations de placement prévues pour le début 2006													
7. Adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement													
- Adès le 11/10/2005													
- Transposition avant début 2007													
8. Marchés d'instruments financiers													
- Mesures d'exécution de niveau 2 adoptées au 2 ^e trimestre 2006													
- Projet de fondonnance et de RGAMF pour entrées en application le 31/01/2007													
- Délai de mise en conformité reporté au 01/11/2007													
9. Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme													
- Adoptées le 07/06/2005													
- Entrée en application 24 mois à compter de la publication au JOUE, soit fin 2007													

RGAMF : règlement général de l'AMF. Les calendriers de transposition sont donnés à titre indicatif et sont susceptibles de modifications.

Calendrier prévisionnel de transposition des directives adoptées au 6 janvier 2006

DIRECTIVES	2005				2006				2007			
	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
C. Gestion et commercialisation des produits d'épargne												
10. Commerce électronique												
11. Fiscalité des revenus de l'épargne												
- Entrée en application le 01/07/05												
12. Directives OPCVM												
Loi et RGAMIR en vigueur au 01/01/05 – Délais de mise en conformité :												
- au 30/09/05 pour les sociétés de gestion												
- au 30/09/05 pour les OPCVM												
- au 31/12/05 pour les prospectus (Partie B)												
13. Institutions de retraite professionnelle												
- Transposition par ordonnance prévue pour le 1 ^{er} trimestre 2006												
14. Vente à distance de services financiers												
- Pénalisée par ordonnance n°2005-668 du 06/06/2005												
- Décrets de mise en application prévus pour le 1 ^{er} semestre 2006												
15. Pratiques commerciales déloyales												
- Adoptée le 11/05/2005, publiée le 11/06/2005												
- Transposition avant le 12/12/2007												
D. Droits des instruments financiers												
16. Caractère définitif du règlement												
17. Contrats de garantie financière												
- Transposée par l'ordonnance n° 2005-17 du 24/02/2005												
E. Droit des sociétés, gouvernement d'entreprise et comptabilité												
18. Recommandation sur la Rémunération des administrateurs des sociétés cotées												
19. Recommandation sur le Rôle des administrateurs non exécutifs												
20. Fusions transfrontalières												
- Publiée au JOUE le 25/11/2005												
- Transposition avant le 15 décembre 2007												
21. 8^e directive Contrôle légal des comptes												
- Adoptée le 28/09/2005, la directive devrait être publiée au printemps 2006 et prévoir un délai de transposition de 2 ans (soit printemps 2008)												

Les calendriers de transposition sont donnés à titre indicatif et sont susceptibles de modifications.

■ Directive déjà transposée au 1^{er} janvier 2005 ■ Délai de transposition ■ Délai supplémentaire de mise en conformité ■ Délai probable avant adoption de la directive ou des mesures d'exécution de niveau 2 par le CESR

CHAPITRE 3

Les opérations financières et la qualité de l'information

- 87 **1** L'évolution de la réglementation
- 97 **2** L'évolution de l'activité
- 128 **3** Contentieux et jurisprudence
- 131 **4** Les aspects comptables
- 141 **5** Le rapport de l'AMF sur les agences de notation

L'AMF détermine les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs qui font appel public à l'épargne (APE), elle réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur des instruments financiers placés par APE y compris les offres publiques. Par ailleurs, l'AMF vérifie que les émetteurs publient dans les délais une information complète, de qualité, délivrée de manière équitable à l'ensemble du marché.

L'année 2005 a été marquée dans ce domaine par d'importantes évolutions législative et réglementaire : loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, la loi relative aux offres publiques d'acquisition et, enfin, publication de modifications du règlement général de l'AMF. En parallèle, les travaux initiés par les quatre groupes de travail, lancés en 2004 par l'AMF, ont été finalisés.

Au cours de l'année 2005, l'AMF a poursuivi son action en faveur d'une plus grande transparence du marché par une information sincère, précise et exacte, et d'une application rigoureuse des règles comptables. Elle a ainsi porté une attention particulière à la qualité de l'information permanente des émetteurs, n'hésitant pas dans certains cas à saisir la justice. Elle a également veillé à la qualité de l'information donnée aux actionnaires durant les offres publiques. Si aucune offre publique n'a donné lieu en 2005 à une interprétation par l'AMF des principes généraux régissant les offres, quelques-unes d'entre elles l'ont néanmoins amené à préciser la portée de son règlement général.

1 L'évolution de la réglementation

A La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie

La loi n° 2005-842 pour la confiance et la modernisation de l'économie a pour objet de moderniser les règles de fonctionnement des entreprises en facilitant leur accès aux financements bancaires et aux marchés financiers et en renforçant la confiance des investisseurs et des ménages.

En premier lieu, elle a adapté l'environnement juridique des entreprises. À ce titre, elle permet, d'une part, la tenue des conseils d'administration et des conseils de surveillance des sociétés par tous moyens modernes de télécommunication permettant l'identification et garantissant la participation effective des administrateurs qui sont alors réputés présents pour le calcul du *quorum* et de la majorité. Toutefois, le conseil d'administration ou de

surveillance devra se réunir en personne au moins une fois par an, pour l'examen des comptes annuels et consolidés. Elle permet, d'autre part, de faciliter la tenue des assemblées générales extraordinaires et ordinaires en abaissant les seuils de *quorum*. Enfin, elle met en place le statut de la société européenne et transpose la directive visant à impliquer les salariés de la société européenne dans les décisions affectant la vie sociale en adaptant le code de commerce et le code du travail.

Elle précise par ailleurs les obligations d'information périodique des émetteurs dont des instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

En accord avec la directive Prospectus, la loi prévoit ainsi que les émetteurs, pour lesquels l'AMF est compétente pour viser le prospectus, devront déposer et publier un document d'information annuel qui contient ou mentionne toutes les informations qu'ils ont publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois dans l'Espace économique européen ou un pays tiers pour satisfaire à leurs obligations législatives ou réglementaires d'information en matière d'instruments financiers, d'émetteurs d'instruments financiers ou de marchés d'instruments financiers. Ces dispositions, qui entrent en vigueur immédiatement, ont été complétées par l'article 221-1-1 du règlement général de l'AMF qui précise que ce document est déposé auprès de l'AMF dans les vingt jours qui suivent la publication des comptes provisoires au BALO, est mis à la disposition du public selon les mêmes modalités que le document de référence, et est mis en ligne sur le site de l'émetteur lorsque ce dernier dispose d'un tel site. Aux termes du même article, ce document peut être intégré dans le document de référence.

Conformément à la directive Transparence, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie prévoit également que l'AMF supervise la publication et le dépôt de l'information périodique (rapports financiers annuels et semestriels des émetteurs français dont des actions ou des titres de créance dont le nominal est inférieur à 1 000 euros sont cotés sur des marchés réglementés). Les émetteurs, pour lesquels seuls des titres de créance dont le nominal est supérieur à ce montant, sont admis aux négociations sur un marché réglementé européen peuvent choisir une autre autorité compétente parmi les autorités des pays dans lesquels ces titres sont cotés. Les modalités de ce choix seront fixées par le règlement général de l'AMF en accord avec les dispositions prévues par la directive Transparence. L'ensemble de ce dispositif entrera en vigueur avant le 20 janvier 2007.

S'agissant des déclarations de franchissements de seuils, la loi a introduit quatre nouveaux seuils déclaratifs de 15, 25, 90 et 95 % afin de mieux informer le marché. Conformément à la directive Transparence, elle étend les obligations de déclaration de franchissement de seuils : ainsi sont notamment assimilées aux actions ou aux droits de vote possédés par le déclarant, les actions dont il a l'usufruit ou encore les actions ou droits de vote possédés par un tiers avec lequel le déclarant a conclu un accord de cession temporaire. À l'inverse, elle aménage et rend moins contraignantes les déclarations de franchissement de seuils pour certaines activités qui

excluent toute volonté d'influencer la stratégie d'une entreprise, comme les activités d'arbitrage et de négociation pour compte propre des entreprises d'investissement dans leurs portefeuilles de négociation. Les modifications ainsi apportées aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce sont entrées en vigueur immédiatement. Les dispositions d'application qui doivent figurer dans le règlement général ont fait l'objet d'une consultation publique qui s'est clôturée le 30 mars 2006.

Enfin, la loi modifie la définition des opérations par appel public à l'épargne en sortant du champ de l'appel public à l'épargne des opérations de faible montant (inférieures à 100 000 ou comprises entre 100 000 euros et 2 500 000 euros et portant sur des instruments financiers représentant moins de 50 % du capital de l'émetteur) et les opérations destinées à des investisseurs avertis en raison de la valeur nominale élevée des instruments financiers offerts (au moins 50 000 euros) ou de l'importance des montants souscrits par investisseur (au moins 50 000 euros par investisseur et par opération). Elle simplifie également la définition du cercle restreint d'investisseurs en le limitant à des personnes dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret.

B La transposition de la directive Prospectus

En complément de la modification législative opérée par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, la transposition en droit français de la directive Prospectus a conduit à une refonte du titre I du livre II du règlement général de l'AMF, homologuée par arrêté du 1^{er} septembre 2005.

1 La compétence de l'AMF

La loi modifie la compétence territoriale de l'AMF, qui approuve désormais les prospectus établis pour des opérations par appel public à l'épargne portant sur des actions, des titres donnant accès au capital ou des titres de créance d'émetteurs français dont la valeur nominale est inférieure à 1 000 euros. Pour les titres de créance d'une valeur nominale supérieure à 1 000 euros ou des instruments financiers donnant accès au capital d'une société autre que l'émetteur, l'autorité compétente peut être choisie en fonction du pays du siège social de l'émetteur ou du pays dans lequel l'opération aura lieu. Enfin, elle précise les conditions dans lesquelles l'AMF vise le prospectus et peut suspendre ou interdire toute opération soumise à son visa lorsque les modalités d'information du public ne sont pas conformes aux dispositions qui leur sont applicables. L'AMF reste compétente pour contrôler les communications à caractère promotionnel liées aux opérations d'appel public à l'épargne se déroulant en France.

2 Le contenu du prospectus

Si, dans l'ensemble, le dispositif déjà en vigueur ne connaît pas de bouleversement majeur, il convient de souligner certaines évolutions

portant sur le contenu du prospectus. En effet, conformément à la directive Prospectus, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie prévoit que le prospectus publié à l'occasion d'une opération par appel public à l'épargne comprend un résumé et limite les cas dans lesquels une action en responsabilité civile peut être intentée sur la base de ce seul résumé.

La forme du prospectus reste, quant à elle, inchangée : un document unique ou un document de référence complété par une note d'information. Le système d'incorporation par référence est maintenu. Lorsqu'une offre au public est faite en France, le prospectus doit être rédigé en français. Il peut cependant être établi en anglais avec une traduction du résumé en français lorsque l'offre porte sur certains titres de créance ou lorsque l'émetteur a son siège dans un pays tiers et que l'offre est réservée aux salariés des filiales françaises du Groupe. De même, lorsqu'une admission sur un marché réglementé est prévue en France, le prospectus visé par l'AMF doit être rédigé en français ou en anglais et le résumé traduit en français.

Le prospectus est établi selon l'un des schémas et modules figurant dans le règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004 qui est d'application directe en droit français depuis le 1^{er} juillet 2005. Le dispositif a été complété par la publication de l'instruction de l'AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne qui précise les pièces nécessaires à l'instruction du dossier qui doivent être déposées auprès de l'AMF lors du dépôt du projet de prospectus, du document de référence ou du document de base ainsi que les informations à diffuser pour bénéficier des dispenses de prospectus prévues par les articles 212-4 et 212-5 du règlement général.

La possibilité pour l'AMF d'assortir son visa d'un avertissement rédigé par ses soins est supprimée. Cependant, les communications à caractère promotionnel doivent comporter une mention attirant l'attention du public sur la rubrique « facteurs de risques » du prospectus et, le cas échéant, inclure, à la demande de l'AMF, un avertissement plus spécifique.

3 La diffusion du prospectus

Le prospectus doit désormais, faire l'objet d'une diffusion sous l'une des formes suivantes¹ :

- soit par publication dans la presse écrite (« *journal à diffusion nationale ou à large diffusion* ») ;
- soit par mise à disposition gratuite au siège de l'émetteur ou auprès de l'entreprise de marché ;
- soit mise par mise en ligne sur le site internet de l'émetteur ou sur celui du marché réglementé ou celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les instruments concernés.

¹ Article 212-27 du règlement général de l'AMF.

Si le prospectus est mis à disposition gratuitement ou mis en ligne sur internet, l'émetteur doit également publier le résumé du prospectus dans la presse écrite ou publier un communiqué – dont il s'assure de la diffusion effective et intégrale dans la presse – précisant les modalités de mise à disposition du prospectus. Si le prospectus est publié dans la presse écrite ou mis à disposition gratuitement, il doit également être mis en ligne sur le site internet de l'émetteur si un tel site existe. Dans tous les cas, le prospectus est mis en ligne sur le site internet de l'AMF.

4 Le passeport européen

Un prospectus visé par une autorité compétente d'un État membre de l'Union européenne en vue d'une opération par appel public à l'épargne est dorénavant utilisable dans tous les autres États membres. Ce mécanisme de passeport requiert seulement que l'autorité compétente ayant approuvé le prospectus notifie à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil dans lequel les titres vont être offerts au public, un certificat d'approbation lui assurant que le prospectus a été établi et approuvé conformément à la directive. Cette notification se fait entre régulateurs selon une procédure définie par le CESR. Elle est accompagnée d'une traduction du prospectus dans une langue usuelle en matière financière ou dans une langue acceptée par l'État membre d'accueil, au choix de l'émetteur.

C L'achèvement de la transposition de la directive Abus de marché

1 La déclaration des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier sur les titres de la société

La loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers (DDAC) est venue compléter la transposition en droit interne des directives Abus de marché et fixer le cadre de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers.

Le règlement général de l'AMF, publié au Journal officiel du 24 novembre 2004, avait déjà transposé une large partie des dispositions des directives relevant du niveau réglementaire. Toutefois, la transposition de plusieurs mesures supposait une modification législative. La loi DDAC introduit plusieurs dispositions renforçant la qualité de l'information financière, la prévention et la lutte contre les opérations d'initiés ainsi que la répression des manipulations de marché.

S'agissant du régime des déclarations des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions, elle étend, d'une part, l'obligation déclarative aux cadres

dirigeants qui disposent au sein de l'émetteur du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et ont accès à des informations privilégiées concernant ledit émetteur ; d'autre part, les dirigeants, les cadres dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées sont désormais tenus de communiquer à l'émetteur et à l'AMF, ces déclarations, à charge pour l'AMF d'en assurer la publication.

Les articles 222-14 à 222-15-3 du règlement général, homologués par arrêté du 9 mars 2006 publié au Journal officiel du 21 mars 2006, précisent que les déclarations sont envoyées à l'AMF par voie électronique dans un délai de cinq jours de négociation suivant la réalisation de l'opération. Dans le même délai, l'avis d'opéré doit être transmis à l'AMF par le déclarant ou par son teneur de compte conservateur. Ces déclarations sont publiées sur le site de l'AMF.

Pour permettre l'identification des cadres dirigeants tels que définis plus haut, l'émetteur doit en établir une liste qu'il actualise et tient à disposition de l'AMF.

Par ailleurs, un état récapitulatif des opérations réalisées au cours du dernier exercice figure dans le rapport annuel présenté à l'assemblée générale des actionnaires.

Une instruction de l'AMF n° 2006-05 du 3 février 2006 fournit le schéma type de déclaration.

2 L'obligation d'établir des listes d'initiés

La loi DDAC insère également un nouvel article L. 621-18-4 dans le code monétaire et financier, qui crée une obligation pour chaque émetteur d'établir et de mettre à jour une liste des personnes travaillant en son sein et ayant accès à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement ledit émetteur, ainsi que des tiers ayant accès à ces informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec ce dernier. À leur tour, ces tiers établissent leurs propres listes d'initiés.

Le 18 janvier 2006, l'AMF a publié une position sur l'établissement des listes² d'initiés pour expliciter la notion de personnes travaillant au sein de l'émetteur et de tiers ayant accès à des informations privilégiées dans le cadre de leurs relations professionnelles avec l'émetteur. Cette position accompagne la publication au Journal officiel de l'arrêté du 30 décembre 2005 portant homologation des modifications du règlement général, qui précisent les conditions de mise à disposition et de conservation des listes d'initiés.

Les articles 222-16 à 222-20 du règlement général précisent en particulier le contenu des listes d'initiés ainsi que les circonstances pouvant imposer leur mise à jour. Ces listes sont communiquées à l'AMF dès que celle-ci en fait

² Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique Textes de référence/Positions.

la demande et doivent être conservées pendant cinq ans à compter de leur établissement ou de leur mise à jour.

3 L'évolution de la réglementation relative au rachat d'actions

L'AMF a reconnu deux pratiques de marché liées au rachat d'actions³ : les contrats de liquidité ainsi que l'achat d'actions aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe. La directive cadre Abus de marché prévoit, en effet, la possibilité de poursuivre les activités ou pratiques déjà admises sur les marchés pour autant qu'elles ne soient pas constitutives de manipulations et répondent à une liste de critères fixés par la directive 2004/72 du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive cadre.

Par ailleurs, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a supprimé le visa par l'AMF de la note d'information sur les programmes de rachat d'actions. L'information du public se fait désormais au moyen d'un document dont le contenu et les modalités de diffusion sont déterminés par le règlement général de l'AMF⁴. Le document, dont le contenu est allégé par rapport à celui de la note d'information, intitulé « descriptif du programme », doit être publié avant la mise en œuvre de tout programme de rachat d'actions. Il est publié selon les mêmes modalités que celles prévues pour le document de référence : mise à disposition gratuite auprès du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF.

Le règlement général permet aux émetteurs d'être dispensés, sous certaines conditions, de la publication de tout ou partie du descriptif du programme de rachat. La dispense est partielle lorsque l'émetteur publie le rapport spécial, prévu par l'article L. 225-209 du code de commerce, destiné à l'assemblée générale des actionnaires. En effet, ce rapport comportant des informations rétrospectives sur la réalisation du précédent programme de rachat, il n'est pas nécessaire de reproduire ces informations dans le descriptif du nouveau programme de rachat. La dispense est totale lorsque l'émetteur publie le rapport spécial destiné à l'assemblée générale et que ce dernier comprend l'intégralité des informations devant figurer dans le descriptif du programme ou encore lorsque l'émetteur établit un document de référence qui reprend l'intégralité des informations devant figurer dans le descriptif.

³ Décision du 22 mars 2005 concernant l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe en tant que pratique de marché admise par l'AMF. Décision du 22 mars 2005 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF.

⁴ Article 241-1 et suivants du règlement général modifié par l'arrêté du 30 décembre 2005. Les instructions AMF n° 2005-06 relative aux informations que doivent déclarer et rendre publiques les émetteurs pour lesquels un programme de rachat d'actions propres est en cours de réalisation et aux modalités de déclaration de opérations de stabilisation d'un instrument financier et n° 2005-07 relative aux modalités de cession par un émetteur des actions propres acquises avant le 13 octobre 2004 ont en conséquence été modifiées.

D Les évolutions en matière d'offres publiques d'acquisition

La directive concernant les offres publiques d'acquisition, adoptée par le Parlement européen et le Conseil de l'Union en 2004, doit être transposée au plus tard le 21 mai 2006. Dans la perspective de la transposition de la directive en France, le ministre de l'Économie a chargé une mission, présidée par Jean-François Lepetit, ancien président de la COB et du CMF, de réfléchir sur les différents choix offerts par la directive et leurs conséquences. La loi⁵ adoptée le 31 mars 2006 suit dans ses grandes lignes les propositions de la mission.

À la suite de l'adoption de cette loi, il revient à l'AMF de fixer dans son règlement général les mesures d'exécution de la directive. Un groupe de travail, présidé par Claire Favre et Dominique Hoenn, membres du Collège, a ainsi été créé, en octobre 2005 pour préparer un projet de texte.

Les réflexions du groupe de travail ont porté sur les points les plus délicats à transposer, notamment lorsque la directive offrait plusieurs interprétations ou options. Le groupe a également pris en compte les travaux menés en 2005 par l'AMF sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante dans le cadre de rapprochements d'entreprises⁶. Enfin, il a proposé des dispositions relatives aux conditions de mise en œuvre de l'obligation de déclaration d'intention par toute personne qui prépare une OPA, obligation introduite par la loi.

À la suite de ces travaux, l'AMF a consulté la place au second trimestre 2006 sur un projet de réforme de son règlement général.

Par ailleurs, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie⁷ prévoit que tout projet d'offre publique déposé doit, lorsque l'offre porte sur une société qui détient plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société française ou étrangère dont des titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché équivalent régi par un droit étranger, et qui constitue un actif essentiel de la société détentrice, être accompagné des documents permettant de prouver qu'un projet d'offre publique irrévocable et loyale est ou sera déposé sur l'ensemble du capital de la société contrôlée et qui constitue un actif essentiel, au plus tard à la date d'ouverture de la première offre publique. Les dispositions d'application figurant dans le règlement général de l'AMF ont été soumises à consultation publique jusqu'au 30 septembre 2005. Elles sont intégrées dans le projet de modification du règlement général soumis à consultation publique au second trimestre 2006.

⁵ Voir *infra*, Chapitre VII – Les réflexions sur les offres publiques page 297.

⁶ Voir *infra*, Chapitre VII, page 296.

⁷ Modifiée par la loi sur les offres publiques d'acquisition adoptée le 31 mars 2006.

E Les obligations des émetteurs cotés sur Alternext

Le lancement par Euronext Paris d'Alternext⁸, le 17 mai 2005, a été accompagné d'une modification du règlement général afin de prendre en compte les spécificités de ce marché organisé mais non réglementé.

Les sociétés souhaitant s'introduire sur Alternext peuvent choisir deux procédures différentes :

- la première consiste en une cotation directe à l'issue d'un placement privé pour un montant minimum de cinq millions d'euros. Elle donne lieu à l'établissement d'un document d'information non visé par l'AMF ;
- la seconde procédure consiste en une offre au public d'un montant minimum effectivement placé de 2,5 millions d'euros. Dans ce cas, l'offre se situant dans le champ de l'appel public à l'épargne, la société doit établir un prospectus approuvé par l'AMF. Une fois leurs titres admis sur Alternext, toutes ces sociétés sont soumises, en vertu des règles d'organisation de ce marché, à des obligations d'information périodique (publication des comptes annuels et d'un rapport semestriel) et de publicité de certains événements (information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre, franchissement des seuils de 50 % et 95 % du capital de la société).

Néanmoins, les sociétés s'étant introduites par le biais d'un placement privé ne sont pas soumises aux obligations incombant à tout émetteur faisant appel public à l'épargne et en particulier à l'obligation d'information permanente, contrairement à celles ayant choisi l'offre au public. Par ailleurs, les dispositions du livre VI du règlement général relatives aux abus de marché sont applicables aux opérations réalisées sur Alternext.

Enfin, la loi du 26 juillet 2005 a modifié l'article L. 433-3 du code monétaire et financier relatif à l'obligation de déposer un projet d'offre publique et a donné compétence à l'AMF pour organiser la mise en place d'une procédure de garantie de cours sur des marchés non réglementés. En conséquence, le champ d'application du règlement général de l'AMF (titre III du livre II relatif aux offres publiques) est étendu aux garanties de cours portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé tel qu'Alternext.

F Les principes généraux relatifs aux bons d'option et titres de créance complexes

La mise en œuvre de la directive Prospectus permet dorénavant à l'émetteur d'un instrument financier complexe, c'est-à-dire indexé ou ayant une

⁸ Voir *infra*, chapitre IV page 210.

composante optionnelle⁹, de choisir l'autorité compétente pour l'approbation de son prospectus¹⁰. Il peut alors réaliser une offre au public et/ou demander la cotation de l'instrument financier dont le prospectus a été approuvé dans un ou plusieurs pays de l'Union européenne, sous réserve d'une simple notification du certificat d'approbation aux autorités des pays d'accueil. Dans cette perspective, il était important de mettre en place des standards et un régime de contrôle qui soient identiques pour les produits approuvés par l'AMF et ceux bénéficiant du passeport européen.

À cet effet, l'AMF a procédé à une réforme des principes généraux¹¹ relatifs aux bons d'option et titres de créance complexes publiés en mars 2002. Cette réforme consiste, essentiellement, à adosser les principes généraux aux règles de commercialisation de ce type d'instruments financiers, c'est-à-dire à toute offre au public en France et/ou à l'admission sur un marché réglementé français de tels instruments, quelle que soit l'autorité compétente ayant approuvé le prospectus.

Il s'agit de s'assurer que les communications à caractère promotionnel relatives à un instrument financier complexe mentionnent certains éléments-clés, comme l'existence ou non d'une garantie en capital. En outre, le non-respect des standards relatifs à la liquidité du marché secondaire, à l'éligibilité du sous-jacent, à la nature de l'émetteur ou encore aux conditions d'exercice des produits devra être explicitement mentionné dans toute communication, selon une démarche de type « appliquer ou expliquer ». La réforme prend également en considération certaines orientations du rapport de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers¹², en particulier quant à la nécessité de s'assurer systématiquement de l'adéquation des produits au profil des épargnants. Les opérations nationales, approuvées par l'AMF, et celles importées par le biais du passeport européen seront ainsi traitées de façon équivalente, en termes de transparence, au stade de la distribution.

Le principe de la désignation d'un correspondant en France par les émetteurs dont le siège social n'est pas situé en France

Les émetteurs dont le siège social n'est pas situé en France et dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé français sont désormais tenus de désigner un correspondant établi en France, habilité à recevoir toutes correspondances de la part de l'AMF et à lui transmettre tous documents et informations qu'elle estimerait nécessaires¹³.

⁹ Bons d'option, certificats, obligations indexées, etc.

¹⁰ Sous certaines conditions définies par l'article L. 621-8 du code monétaire et financier.

¹¹ Le texte de ces Principes Généraux est disponible sur le site de l'AMF dans la rubrique : Textes de référence>Accès par type de textes>Positions de l'AMF.

¹² Revue mensuelle AMF, n° 19 de novembre 2005. Voir *infra*, chapitre VII page 308.

¹³ Article 216-1 du règlement général.

2 L'évolution de l'activité

A Les opérations financières en 2005

L'AMF a délivré 33 visas d'introduction en 2005 sur Eurolist et Alternext (dont 13 pour ce seul marché, créé en mai 2005). Les capitaux levés lors de ces opérations sont passés de 5,4 milliards d'euros en 2004 à 13,6 milliards d'euros en 2005, les introductions d'EDF et de Gaz de France représentant à elles seules un montant de capitaux levés de 10,5 milliards d'euros. S'ajoutent 22 admissions de fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds* – ETF) en 2005 (contre 4 en 2004) et 18 inscriptions sur le Marché libre (contre 19 en 2004).

Le nombre de visas délivrés par l'AMF en 2005 a diminué de 13 % par rapport à 2004, avec 883 visas délivrés en 2005 contre 1 016 l'année précédente. Cette diminution est notamment due au nouveau cadre mis en place par la directive Prospectus. Un prospectus approuvé par l'autorité compétente (principalement l'autorité du siège de l'émetteur) d'un État membre de l'Union européenne est désormais valable pour une offre ou une admission en France sans nécessiter un autre visa de la part de l'AMF.

1 Le bilan des visas d'introduction, des radiations et des transferts

L'AMF a délivré 33 visas d'introduction en 2005.

20 visas ont été délivrés pour l'admission sur Eurolist de :

- 7 sociétés au compartiment A ;
- 5 sociétés au compartiment B ;
- 8 sociétés au compartiment C.

13 visas ont été délivrés pour l'admission sur Alternext¹⁴.

Par ailleurs, le nombre de radiations est resté stable, passant à 56 en 2005, contre 55 en 2004 :

- 25 sociétés ont été radiées à la suite d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire ;
- 16 sociétés étrangères ont fait l'objet d'une procédure ordonnée de retrait ;
- 6 sociétés ont été radiées à la suite d'une fusion-absorption ;
- 9 sociétés ont été radiées à la suite d'une liquidation judiciaire ou d'une cession d'actifs.

¹⁴ 20 sociétés ont été admises sur Alternext en 2005 dont 13 ont fait l'objet d'un visa.

2 Les autres opérations financières

Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de capital ou donnant accès au capital.

	2004	2005	variation
ÉMISSIONS ET ADMISSION SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	55	54	- 1
1. Avec maintien du droit préférentiel de souscription	29	30	+ 1
. ACTIONS	20	21	+ 1
. ABSA ¹⁵	5	7	+ 2
. ABOASA ¹⁶	0	0	0
. OBSAR ¹⁷	1	1	0
. OSRA ¹⁸	0	0	0
. ORA ¹⁹	3	0	- 3
. OCA ²⁰	0	1	+ 1
2. Avec suppression du droit préférentiel de souscription	26	24	- 2
. ACTIONS	5	10	+ 5
. ABSA	4	3	- 1
. ABOASA	0	0	0
. BSA ²¹	2	1	- 1
. CCP ²²	0	1	+ 1
. OCEANE ²³	7	6	- 1
. TDIRA ²⁴	0	0	0
. OCA	3	1	- 2
. OBSAR ²⁵	4	1	- 3
. ORA	0	1	+ 1
. ORAN ²⁶	0	0	0

Source : AMF

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est resté stable avec 54 visas en 2005 contre 55 en 2004.

Le nombre d'autres émissions par appel public à l'épargne a légèrement diminué en 2005, à 24 contre 25 en 2004 de même que celui des cessions par appel public à l'épargne (3 visas contre 4 visas en 2004).

Le nombre de visas relatifs aux émissions et admissions de titres de créance est passé de 239 en 2004 à 164 en 2005.

¹⁵ ABSA : action à bons de souscription d'actions.

¹⁶ ABOASA : action assortie de bons à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.

¹⁷ OBSAR : obligation à bons de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.

¹⁸ OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.

¹⁹ ORA : obligation remboursable en actions.

²⁰ OCA : obligation convertible en actions.

²¹ BSA : bon de souscription d'actions.

²² CCI : certificat coopératif d'investissement.

²³ OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

²⁴ TDIRA : titre à durée indéterminée remboursable en actions.

²⁵ OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.

²⁶ ORAN : obligation à option de remboursement en actions ou en numéraire.

Les documents de référence

	2004	2005	Variation en %
1. Documents de référence	388	388	0
. contrôlés <i>a posteriori</i>	268	302	+ 12.7
. contrôlés <i>a priori</i>	120	86	- 28.33
2. Actualisations et rectifications de documents de référence	82	129	+ 57.3
. Rectifications de documents de référence (tous documents)	15	14	- 6.7
. Actualisations de documents de référence (tous documents)	67	115	+ 71.6
3. Documents de base d'introduction	19	24	+ 5

Source : AMF

Les documents de référence déposés et contrôlés *a posteriori* sont largement majoritaires, soit 302 sociétés, à comparer à 268 en 2004. L'AMF a également enregistré 86 documents de référence selon la procédure de contrôle *a priori*.

3 Les questions de doctrine soulevées en 2005

L'année 2005 a été marquée par de nombreuses opérations d'appel public à l'épargne d'envergure, notamment les introductions en bourse d'EDF et GDF. Certaines opérations que l'AMF a eu à examiner ont concerné des questions de doctrine nouvelles qui n'ont, cependant, pas soulevé de difficultés particulières d'interprétation de la réglementation, mais qui méritent d'être commentées.

a) La vente à réméré comme couverture de *stock-options*

Un émetteur a souhaité recourir à une couverture optionnelle de ses *stock-options* par la mise en place d'une vente à réméré lui permettant de faire face à son engagement de livraison des titres.

En effet, l'article L. 225-179 du code de commerce prévoit que, dès la fin de la période d'indisponibilité des plans, l'émetteur doit être en position de livrer les actions aux salariés qui décideraient d'exercer leurs options d'achat d'actions.

Or, la vente à réméré, conclue entre un émetteur et une banque, équivaut à la vente des actions et à l'achat d'une option de couverture. Régie par les articles 1659 à 1673 du code civil, la vente à réméré constitue une vente avec faculté de rachat par le vendeur.

L'émetteur a également souhaité étendre ce mécanisme aux options de souscriptions d'actions, afin de limiter la dilution.

Ce mécanisme a été jugé conforme à la réglementation, à condition de respecter les obligations suivantes :

- le principe de la convention complexe doit être voté en assemblée générale ;
- le marché doit être informé de la mise en place de la convention complexe ;

– le marché doit être informé lors de la réalisation de l'opération et lors de l'exercice éventuel de la faculté de rachat.

Il est rappelé que l'option de rachat détenue par l'émetteur entre dans le calcul de la détention maximale de 10 % de son propre capital.

b) Les éléments prévisionnels qui contribuent de manière significative à la valorisation d'une société doivent figurer dans le document de base

À l'occasion d'une introduction en bourse, l'AMF a souhaité préciser le contenu du document de base et plus particulièrement la nécessité de faire figurer dans ce document la revue du plan d'affaires (*business plan*).

Dans le document de base de la société qui lui a été soumis, certains éléments du plan d'affaires étaient présentés sous forme de fourchettes ou d'objectifs à moyen/long termes.

Se fondant sur les nouvelles dispositions européennes, et compte tenu du poids de ces nouveaux éléments dans la valorisation finale de la société lors de son introduction, l'AMF a demandé à l'émetteur de fournir une actualisation du document de base (intégrée à la note d'opération) qui reprendrait des éléments chiffrés issus du plan d'affaires revus par les commissaires aux comptes dans le cadre d'une attestation sur les prévisions de résultat.

Ainsi, lorsque des éléments prévisionnels contribuent de manière significative à une valorisation, ils doivent être communiqués de manière suffisamment précise, faire l'objet d'une revue spécifique d'hypothèses et de mise en œuvre de leur construction, et ne peuvent pas être qualifiés de simples « objectifs » non revus par des tiers.

c) Plan de recapitalisation et augmentations de capital réservées : nomination d'un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des opérations proposées

Une société, mise en redressement judiciaire depuis avril 2001, évoluait dans le cadre d'un plan de continuation, sous l'égide du tribunal de commerce de Paris. Devant l'imminence d'une liquidation judiciaire, des repreneurs ont présenté, en novembre 2005, à l'AMF, un plan de reprise qui se résume de la façon suivante :

Une restructuration du capital en quatre étapes avec :

- une réduction du capital par réduction du nominal de 1,52 euro à 0,10 euro ;
- l'attribution gratuite à l'ensemble des actionnaires d'un bon de souscription d'action (BSA) ayant un prix d'exercice de 0,50 euro à échéance fin 2008 ;
- quatre augmentations de capital réservées à une personne physique et à trois sociétés financières. Dans le cadre de ces augmentations de capital réservées, un BSA ayant les mêmes caractéristiques que ceux attribués à l'ensemble des actionnaires, est attaché aux actions nouvelles. L'admission de ces BSA à la cote est prévue ;

– dernière étape : l'émission d'OCA (obligations convertibles en actions) par compensation de créances acquises en faveur de la société financière ayant racheté une partie des créances.

À l'issue de cette restructuration et avant exercice des bons et conversion des OCA, les trois sociétés financières détiendraient environ 60 %²⁷, une personne physique 20 %, une autre société 5,2 %, le reste étant dans le public.

Constatant une inégalité de traitement entre les différentes catégories d'investisseurs – les bénéficiaires des augmentations de capital réservées d'une part, et les actionnaires minoritaires, d'autre part – l'AMF a demandé la nomination d'un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des émissions envisagées.

Plus généralement, l'AMF considère que l'intervention d'un expert indépendant dans le cadre de recapitalisations d'entreprises en difficultés est importante afin de s'assurer que les actionnaires minoritaires ne soient pas lésés et puissent bénéficier de l'éventuel redressement de la société.

B Les offres publiques en 2005

L'année 2005 marque un renversement de la tendance observée en matière d'offres publiques au cours des deux années précédentes. Le nombre d'offres publiques portant sur des titres de capital ou donnant accès au capital passe de 72 en 2004, à 86 en 2005. Toutefois, ce nombre reste nettement en deçà de ceux constatés en 1999 et 2000.

OFFRES PUBLIQUES OUVERTES DANS L'ANNÉE SOUS REVUE	2003	2004	2005
Offres : procédure normale	13	5	14
Offres : procédure simplifiée	16	17	23
Offres publiques de retrait	1	4	3
OPRO	36	35	29
Offres publiques de rachat	8	5	8 ²⁸
Garantie de cours	2	6	9 ²⁹
TOTAL	76	72	86

Les changements de contrôle ou prises de contrôle par voie d'offre publique, réalisés selon la procédure normale ou simplifiée, ou par garantie de cours, se sont élevés à 37²⁸. Parmi les sociétés concernées, une seule a fait l'objet d'une offre en surenchère au sens de l'article 232-6 du règlement général. En outre, une offre publique de rachat a fait l'objet d'une modification de prix en cours d'offre.

21 des 29 offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPRO) ont porté sur les titres de sociétés ayant fait l'objet d'une offre publique

²⁷ Les trois sociétés financières n'agissaient pas de concert. Néanmoins, l'une d'entre elles étant amenée à détenir directement 34,67 % du capital, pouvait donc être tenue de déposer un projet d'offre publique. Une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique a ainsi été demandée à l'AMF. Par décision du 22 décembre 2005, l'AMF a accordé cette dérogation sur le fondement de l'article 234-8-2 de son règlement général.

²⁸ Non comprises trois offres déposées fin 2005 et ouvertes en 2006.

dans la même année (prise de contrôle ou renforcement du contrôle par l'actionnaire historique). Par ailleurs, sur les 29 OPRO ouvertes en 2005, 16 sont des offres dites « en séquence », c'est-à-dire que le rapport d'évaluation et le rapport d'expert indépendant, mentionné à l'article 237-1 du règlement général, avaient été établis dès la première offre ayant permis à l'initiateur d'obtenir plus de 95 % des droits de vote de la société concernée.

En 2005 aucune offre publique n'a donné lieu à une interprétation nouvelle par l'AMF des principes généraux régissant les offres ; quelques-unes d'entre elles ont néanmoins amené l'AMF à préciser la portée de son règlement général.

1 L'offre visant les actions de la société Snecma : dérogation à l'offre obligatoire

Le projet d'offre publique de Sagem visant les actions Snecma se décomposait en une offre publique d'échange à titre principal assortie, à titre subsidiaire, d'une offre publique d'achat, dont les termes étaient les suivants :

- offre d'échange principale : pour 13 actions Snecma présentées, remise de 15 actions Sagem à émettre ;
- offre d'achat subsidiaire : 20 euros par action Snecma, dans la limite de 62 500 000 actions.

Il était prévu que le nombre d'actions Snecma apportées à cette offre d'achat subsidiaire serait réduit dans l'hypothèse où le nombre total d'actions Snecma présentées à l'offre d'achat subsidiaire serait supérieur au plafond de 62 500 000 actions.

Le projet d'offre prévoyait qu'il ne serait pas donné suite à l'offre dans l'hypothèse où le nombre total des actions Snecma apportées à l'offre ne représenterait pas au moins 50 % du capital et des droits de vote de Snecma majoré d'une action.

L'État envisageait (sous réserve de l'avis conforme de la Commission des participations et des transferts) d'apporter la totalité de sa participation exception faite des actions qu'il conserverait pour procéder avant la réalisation de la fusion à l'offre réservée aux salariés de Snecma et aux attributions gratuites d'actions Snecma au profit des personnes physiques ayant acquis des actions Snecma lors de son introduction en bourse (environ 54 % du capital et des droits de vote de Snecma).

Les actions d'autocontrôle détenues par les filiales de Snecma devaient être apportées à l'offre principale d'échange.

Compte tenu de la réduction des ordres qui devait être mise en œuvre dans l'offre subsidiaire et du report sur l'offre publique d'échange à titre principal, du taux de réponse à l'offre publique et de l'offre faite aux salariés de Snecma, l'État pouvait franchir à la hausse le seuil du tiers du capital de Sagem à l'issue de l'offre publique voire de la fusion-absorption projetée entre les deux sociétés (*cf. infra*), situation qui aurait entraîné l'obligation de dépôt d'un projet d'offre en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

En application des articles 234-8 3° et 234-9 du règlement général, l'État avait demandé à pouvoir bénéficier, dans cette situation, d'une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre.

L'Autorité des marchés financiers, a alors constaté que cet éventuel franchissement du seuil du tiers par l'État dans le capital de Sagem résulterait d'un apport de ses actions Snecma à l'offre que Sagem entendait déposer ou de l'échange de ses titres dans le cadre de la fusion subséquente, et que ces deux opérations seraient soumises à l'approbation de l'assemblée générale de Sagem. Par conséquent, l'AMF a accordé une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre visant les actions Sagem sur le fondement des dispositions réglementaires invoquées.

En outre, la société Sagem a informé l'Autorité des marchés financiers qu'elle soumettrait, après la réalisation de l'offre publique, à l'assemblée générale de ses actionnaires et à l'assemblée générale des actionnaires de Snecma, un projet de fusion-absorption de Snecma par Sagem, selon la même parité d'échange que celle de l'offre publique d'échange.

L'AMF, après examen des éléments relatifs à la situation de chacune des deux sociétés (activités, dispositions statutaires, marchés du titre, politiques respectives de dividendes), a considéré que la fusion projetée n'impliquait ni réorientation de l'activité sociale, ni modification significative des droits et intérêts des actionnaires de la société Snecma, de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF.

La condition minimale fixée par Sagem, (détention d'au moins 50 % du capital et des droits de vote de Snecma majorée d'une action), ayant été satisfaite²⁹, l'offre a eu une suite positive.

La fusion absorption de Snecma par Sagem, en mai 2005, a donné naissance à la société Safran dont l'État détenait 31,28 % du capital et 27,52 % des droits de vote.

2 L'offre visant les actions de la société Unibel : égalité de traitement des actionnaires

En novembre 2005, la société Unibel a initié un projet d'offre publique sur ses propres actions, en application des articles 233-1 5° et 233-1 6° du règlement général de l'AMF.

Le projet consistait en deux offres concomitantes et indivisibles :

- Unibel proposait d'acquérir, par une offre publique de rachat d'actions (OPRA) un maximum de 1 259 830 de ses propres actions, soit 38 % de son capital, au prix unitaire de 124 euros en vue de les annuler dans les conditions visées à l'article 185 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 ;

²⁹ Sagem détenait 225 237 614 actions Snecma représentant 83,39 % du capital et 84,27 % des droits de vote de la société.

– Unibel proposait d’acquérir, par une offre publique d’échange simplifiée (OPES), un maximum de 315 611 actions de la société, soit 9,5 % de son capital, dans le cadre d’un programme de rachat d’actions, par remise d’une obligation Unibel de 174 euros de nominal, avec option d’échange ou de conversion en une action Fromageries Bel (OEC) exerçable à compter du 1^{er} juillet 2007, portant un intérêt annuel de 2,5 % et remboursable en numéraire à maturité dans quatre ans, pour une action Unibel apportée³⁰. Les actions apportées dans le cadre de l’OPES devaient être annulées par Unibel pour que le nombre cumulé des actions rachetées dans le cadre de l’OPES et des actions Unibel détenues par Sofico³¹ ne représente pas plus de 10 % du capital d’Unibel (après prise en compte de la réduction de capital d’Unibel à intervenir dans le cadre de l’OPRA).

Les actionnaires d’Unibel pouvaient apporter leurs actions Unibel soit à l’OPES soit à l’OPRA, soit en combinant l’OPES et l’OPRA, étant précisé qu’une même action ne pouvait être apportée à la fois à l’OPES et à l’OPRA.

Toutes les demandes d’échange d’actions Unibel dans le cadre de l’OPES ou de rachat d’actions Unibel dans le cadre de l’OPRA pouvaient être intégralement servies compte tenu du nombre d’actions visées, de l’apport par le groupe Lactalis, qui détenait 28,5 % du capital de la société, de l’intégralité de ses actions Unibel dans le cadre de l’OPRA, et de l’engagement des membres des familles Fiévet, Bel et Sauvin (qui détenaient 56 % du capital de la société) et la société Sofico de ne pas apporter leurs actions à l’offre.

Unibel et Fromageries Bel avaient conclu une convention d’avance de trésorerie en vertu de laquelle Fromageries Bel mettait à disposition d’Unibel un montant maximum de 115 millions d’euros, portant intérêt au taux Eonia + 0,35 %, et qui devait être remboursé à hauteur de la distribution exceptionnelle de Fromageries Bel soit 82,5 millions d’euros par compensation de créances et, pour le solde, dans le mois suivant le règlement-livraison de l’offre.

L’assemblée générale extraordinaire des actionnaires d’Unibel, tenue le 21 novembre 2005, a approuvé les résolutions permettant à Unibel de mettre en œuvre un programme de rachat d’actions, d’annuler les actions ainsi rachetées, de réduire le capital par voie d’offre publique de rachat d’actions, et d’émettre les OEC.

L’assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Fromageries Bel, également tenue le 21 novembre 2005, a approuvé les résolutions permettant à Unibel d’émettre les OEC donnant accès au capital de Fromageries Bel.

Dans le cadre de l’examen du projet d’offre, l’Autorité des marchés financiers a pris connaissance des éléments retenus par l’initiateur et de l’attestation

³⁰ Parité tenant compte de la distribution exceptionnelle de réserves de Fromageries Bel approuvée par l’assemblée générale de la société.

³¹ Sofico est une filiale des Fromageries Bel qui détenait 5,9 % du capital d’Unibel.

d'équité délivrée par Détroyat Associés. Par ailleurs, elle a analysé des arguments présentés par des actionnaires minoritaires portant notamment sur la structure de l'offre (la coexistence de deux offres, dont les contre-valeurs différaient notablement, aurait selon ces derniers impliqué une inégalité de traitement des actionnaires, sachant que l'OPRA, moins-disante, faisait l'objet d'un engagement d'apport par un industriel averti), sa validité juridique au regard des dispositions de l'article L. 228-91 du code de commerce et la valorisation retenue pour les actions Unibel.

L'Autorité a relevé que :

- le rachat de la participation de Lactalis par Unibel avait été étendu à l'ensemble des actionnaires d'Unibel dans le cadre d'une OPRA conformément aux dispositions du code de commerce ;
- au vu des informations fournies par l'initiateur, aucun complément de prix n'avait été octroyé au groupe Lactalis sous quelle que forme que ce soit ;
- le fait que, parallèlement à l'OPRA, libellée à 124 euros par action Unibel, il était proposé une OPES, qui valorisait l'action Unibel à 174 euros, n'était pas de nature, de ce seul fait, à affecter le principe d'égalité des actionnaires, dans la mesure où la différence de traitement appliqué résultait de leur seule décision d'apport des actions Unibel à l'une ou l'autre offre, sachant que le traitement proposé au groupe Lactalis, et accepté par ce dernier, n'avait fait l'objet d'aucune contrepartie particulière ;
- les dispositions de l'article L. 228-91 du code de commerce, pris en son alinéa 5, en ce qu'elles visent la transformation ou la conversion de titres de capital en titres de créance ne s'appliquaient pas à la situation d'un actionnaire ayant décidé d'apporter ses actions à une offre proposant la remise d'un titre de créance, étant observé que ce titre donnait accès à terme au capital de Fromageries Bel, filiale opérationnelle d'Unibel ;
- l'analyse multicritères menée par la banque présentatrice et par l'expert, mandaté par la société Unibel, permettait de corroborer la valeur de l'action Unibel retenue pour la fixation des conditions financières de l'OPES et la valorisation théorique de l'OEC, issue d'un modèle de marché ;
- l'expert indépendant concluait que l'opération projetée était, dans son ensemble, équitable tant pour les actionnaires d'Unibel que pour ceux de Fromageries Bel.

Par ailleurs, l'initiateur avait précisé que la valeur de 124 euros par action Unibel, proposée dans l'OPRA, ne servirait pas de référence à une éventuelle opération future sur Unibel et qu'il ne serait pas procédé à une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres Unibel ou une fusion entre Unibel et Fromageries Bel dans les douze mois à venir.

Sur ces bases, le projet d'offre publique a été déclaré recevable. L'offre a été ouverte du 12 décembre 2005 au 2 janvier 2006. 944 904 actions ont été apportées à l'OPRA et 80 489 actions à l'OPES.

3 L'offre visant les actions de la société Séchilienne-Sidec : contexte de l'offre et surenchère déposée par l'initiateur sur son offre initiale

La société Financière Hélios a déposé, le 13 juillet 2005, un projet d'offre publique d'achat³² visant les actions de la société Séchilienne-Sidec, aux termes duquel la société Financière Hélios s'engageait irrévocablement à acquérir, au prix unitaire de 300 euros, la totalité des actions qu'elle ne détenait pas.

Aux termes d'un contrat de cession, conclu le 17 juin 2005, la société Financière Hélios s'était engagée, sous condition suspensive (accord des autorités de la concurrence), à acquérir auprès d'Air Liquide une participation directe de 39,45 % du capital et 39,49 % des droits de vote de la société Séchilienne-Sidec, au prix de 300 euros, dans le cadre d'une transaction hors marché. L'acquisition fut réalisée le 12 juillet 2005.

Or, le 12 juillet 2005, postérieurement au contrat susmentionné entre Air Liquide et Financière Hélios, une convention comportant des conditions préférentielles de cession de blocs d'actions de la société Séchilienne-Sidec fut conclue entre Ecofin Limited et la SNET, portant sur 323 999 actions Séchilienne-Sidec (soit 23,62 % du capital de la société).

Selon les termes de cette convention, la SNET était convenue de céder à Ecofin les 323 999 actions Séchilienne-Sidec qu'elle détenait pour un prix de 320 euros par action. Cette convention prévoyait de reporter la réalisation de la cession après la fin de l'offre ou de toute offre concurrente ou en surenchère.

Dans le cadre de l'examen de la recevabilité du projet d'offre, l'Autorité des marchés financiers se référa au contrat de cession en date du 17 juin 2005 conclu entre l'initiateur et Air Liquide, aux conditions dans lesquelles Financière Hélios avait acquis sa participation dans Séchilienne-Sidec, et aux éléments d'appréciation du prix d'offre retenus par la banque présentatrice. L'Autorité considéra que l'accord, portant sur un bloc de 23,62 % du capital de Séchilienne-Sidec au prix de 320 euros par action, avait été conclu entre deux parties tierces à la transaction à l'origine du dépôt obligatoire de l'offre, et qu'au demeurant la prise en compte de cette référence au même rang que les critères retenus par la banque présentatrice ne remettait pas en cause le prix proposé de 300 euros par action. Sur ces bases, l'Autorité a déclaré recevable l'offre et fixé la durée de l'offre du 3 août au 6 septembre 2005.

Le cours de bourse de Séchilienne-Sidec évoluant à un niveau supérieur au prix offert depuis l'ouverture de l'offre, la société Financière Hélios a décidé de rehausser les termes de son offre initiale et de déposer, le 30 août 2005, une surenchère³³, libellée au prix unitaire de 350 euros.

³² En application de l'article 234-2 du règlement général.

³³ En application de l'article 232-6 du règlement général de l'AMF.

Cette offre en surenchère a été déclarée recevable par l'Autorité des marchés financiers qui avait constaté que les termes de cette surenchère respectaient les conditions posées par l'article 232-7 du règlement général de l'AMF, en ce que le prix proposé par action était désormais supérieur de 16,67 % au prix de 300 euros par action de l'offre publique d'achat initiale de Financière Hélios (soit supérieure au minimum de 2 % requis pour le dépôt d'une surenchère). La clôture de l'offre a été reportée de dix jours de négociation, soit le 20 septembre 2005, en application de l'article 232-8 du règlement général de l'AMF.

In fine, Financière Hélios a obtenu une participation de 43,70 % du capital et 43,74 % des droits de vote de Séchilienne-Sidéc.

Le 21 septembre 2005, Ecofin Limited acquit les 323 999 actions Séchilienne-Sidéc auprès de la SNET.

4 L'offre de la société Adecia visant les actions Altedia : dirigeants associés à l'initiateur d'une offre

L'offre publique d'achat visant les actions de la société Altedia, contrôlée par la société de droit suisse Adecco SA, posait à nouveau le problème de la légitimité des montages dans lesquels les dirigeants, par ailleurs actionnaires de la cible, sont associés à une offre aux côtés du repreneur et sont intéressés à la performance future du nouvel ensemble³⁴.

En l'espèce, les dirigeants fondateurs de la société Altedia et leurs familles avaient cédé à Adecia leur participation au prix de 19 euros par action. Par ailleurs, les fondateurs avaient bénéficié d'un apport en nature portant sur une partie des actions Altedia qu'ils détenaient, valorisées à 19 euros chacune, en rémunération duquel Adecia avait émis des actions nouvelles à leur profit, représentant au maximum 30 % du capital d'Adecia.

Au terme de ces opérations, Adecia détenait 50,47 % du capital et 48,97 % des droits de vote de la société Altedia. Un projet d'offre visant les actions Altedia au prix unitaire de 19 euros fut déposé le 22 mars 2005, en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

Adecco et les fondateurs d'Altedia avaient conclu un pacte d'actionnaires au niveau d'Adecia portant sur la répartition des droits et obligations des parties dans Adecia et les droits et engagements réciproques relatifs à la participation des fondateurs dans Adecia. Ainsi, ce pacte organisait la composition des organes sociaux des sociétés Adecia et Altedia, et les conditions de liquidité de l'investissement réalisé par les fondateurs dans Adecia, sachant qu'aucune clause sur la liquidité n'était prévue pendant trois ans, hormis en cas de survenance d'événements exceptionnels.

Dans le cadre de l'examen de la recevabilité du projet d'offre, l'AMF a estimé que, les conditions dans lesquelles les actionnaires fondateurs et dirigeants

³⁴ Voir rapport annuel AMF 2004 page 107.

opérationnels d'Altedia avaient apporté une partie de leurs actions à la société Adecia et les dispositions du pacte d'actionnaires entre les actionnaires de cette dernière n'étaient pas susceptibles de porter atteinte au principe d'égalité des actionnaires car :

- les engagements de liquidité étaient prévus à un horizon de trois ans et que, dans l'intervalle, en cas de départ anticipé des actionnaires fondateurs, les abattements pratiqués faisaient apparaître des décotes significatives par rapport au résultat issu de la formule de détermination du prix de la liquidité à laquelle ils pouvaient prétendre ;
- la formule de détermination du prix auquel la liquidité interviendrait, appliquée à la situation contemporaine de l'offre, valorisait l'action Altedia à 17,50 euros ;
- la formule de détermination du prix auquel la liquidité devait intervenir en 2008, qui ne comportait pas de prix plancher, prenait en compte un risque opérationnel.

Ainsi, si un tel accord trouve sa justification dans la nécessité pour le repreneur de s'assurer de la coopération des dirigeants fondateurs d'une société acquise, en les associant au développement du nouvel ensemble, il doit être limité à ces personnes, ne pas leur octroyer des conditions de sortie (si celles-ci sont d'ores et déjà fixées) plus avantageuses que les conditions offertes dans le cadre de l'offre publique et prendre en compte *in fine* un risque opérationnel (absence de prix plancher).

5 Prise de contrôle en vue d'une transformation de la cible en foncière éligible au statut SIIC : coexistence de plusieurs faits générateurs de dépôt d'offres publiques

Les offres publiques suscitées par l'introduction en 2003 du régime des sociétés d'investissements immobiliers cotées (statut SIIC) ont été nombreuses en 2005. Suivant un schéma désormais classique dans lequel l'initiateur (une foncière ou un fonds immobilier) acquiert le contrôle d'une société « délaissée » de la cote, souvent une coquille vide, ces offres se distinguent notamment par la volonté affichée de l'initiateur de maintenir la cotation de la cible, de la transformer en foncière éligible au statut SIIC et d'en reconstituer le flottant.

Or, dans de tels cas, il est fréquent que l'acquéreur du contrôle procède ensuite à des transformations qui sont elles-mêmes génératrices de l'obligation du dépôt d'une offre publique de retrait, à savoir la cession du principal des actifs de la société cible (cas visé par l'article 236-6 du règlement général de l'AMF) ou sa transformation en société en commandite par action (cas visé par l'article 236-5).

Dans la mesure où ces transformations sont annoncées publiquement dès le stade du dépôt de l'offre publique d'achat obligatoire (ou le cas échéant de la garantie de cours) résultant du changement de contrôle, qu'elles

interviennent dans un délai bref suivant ledit changement de contrôle, et qu'aucun élément ne vient affecter entre-temps la substance de la cible, l'AMF a considéré à plusieurs reprises en 2005 qu'il n'y avait pas lieu pour l'initiateur au dépôt ultérieur d'un projet d'offre publique de retrait au titre de telles transformations.

C'est ainsi que, lors de l'examen en juin 2005 du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Empain Graham Développement (renommée Immobilière Betelgeuse) initiée par Orion Twelfth Immobilien, l'AMF a procédé au constat que ladite offre remplissait d'ores et déjà l'obligation d'offre publique de retrait résultant de la transformation à venir de la cible en commandite par actions (adoptée par l'assemblée générale le 31 octobre 2005). Il est important de souligner que dans la mesure où l'article 236-5 du règlement général fixe comme fait générateur au dépôt de l'offre publique de retrait l'adoption par l'assemblée générale des actionnaires de la résolution tendant à la transformation de la société, la « consistance » de la société concernée ne doit pas avoir évolué entre la première offre faisant suite au changement de contrôle et l'adoption de la dite résolution visant à la transformation de la société considérée en commandite par actions.

Un constat similaire a été fait lors de l'examen, en décembre 2005, du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions La Soie (renommée Foncière Développement Logements) initié par la société Sovaklé, la transformation statutaire intervenant cette fois pendant l'offre.

De même, l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Tanneries de France, initiée par la société Atland en novembre 2005 a fait l'objet d'une analyse similaire par l'AMF. Atland était convenu, en effet, de céder la totalité des actifs de Tanneries de France à l'un des cédants du contrôle de cette société, dans les soixante jours suivant la publication des résultats de l'offre. Cette cession rendait Atland redevable du dépôt d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du règlement général (cession du principal des actifs), ce dont l'a exonérée l'AMF, en considérant que l'offre publique d'achat simplifiée, déposée en application des articles 234-2 et 233-1 2° du règlement général, remplissait d'ores et déjà les conditions d'une offre publique de retrait.

6 L'offre publique de retrait sur les titres de la société **Touax : prise ferme par la banque présentatrice d'une partie des titres visés par les initiateurs**

Les actionnaires fondateurs et dirigeants du groupe Touax, dont ils détenaient de concert 44,44 % du capital et 61,14 % des droits de vote, ont déposé, le 17 juin 2005, un projet d'offre publique de retrait sur les actions Touax, au prix de 20,80 euros par action, dividende 2004 attaché, quelques jours avant l'adoption en assemblée générale de la résolution tendant à la transformation de Touax en commandite par actions, le 30 juin 2005. Cette offre de retrait avait pour objectif de satisfaire à l'obligation posée à l'article 236-5 du règlement général, et les initiateurs n'avaient aucunement l'intention de se renforcer au capital de la société, dont ils souhaitaient maintenir la cotation.

Or, n'étant pas en mesure de financer l'offre en totalité sur leurs moyens propres (notamment en cas d'apport de l'intégralité du flottant à l'offre), les initiateurs et la banque présentatrice de l'offre avaient opté pour un montage dont la structuration pouvait poser un problème de conflit d'intérêts.

Dans le cadre du financement octroyé par la banque présentatrice aux initiateurs, celle-ci s'engageait, en effet, à racheter aux initiateurs les titres acquis pendant l'offre, dans la limite de 50 % des titres visés, au prix de l'offre – le produit de cession permettant aux initiateurs de rembourser le prêt octroyé par la banque présentatrice – puis à reclasser rapidement ces titres selon une procédure de placement de bloc accéléré auprès d'investisseurs institutionnels. Tous les titres acquis au-delà de la limite de 50 % des titres visés devaient par ailleurs rester propriété des initiateurs qui entendaient les céder ultérieurement sur le marché.

Compte tenu de la spécificité du schéma proposé (la banque présentatrice de l'offre s'engageant à céder les actions acquises dans l'offre selon les modalités détaillées ci-dessus), l'AMF a demandé, en amont du dépôt d'offre, la production d'une attestation d'équité et que ladite banque s'engage à reclasser les titres acquis, le cas échéant, au prix de l'offre, s'abstenant ainsi de toute plus-value. L'offre fut déclarée recevable au prix modifié de 21,10 euros dividende attaché par action Touax.

Pendant l'offre ouverte du 2 août au 7 septembre 2005, les initiateurs ont finalement acquis moins de 2 % des actions susceptibles d'être acquises. Ces actions ont été ensuite rachetées par la banque présentatrice aux initiateurs et reclassées sur le marché, le 8 septembre 2005, à un prix identique au prix de l'offre.

7 Garantie de cours visant les actions Rexel : faculté d'apporter les titres coupon attaché ou détaché

La garantie de cours de Ray Acquisition SCA, filiale de Ray Investment, détenue par un consortium de fonds et de sociétés de capital investissement³⁵, sur Rexel est intervenue à la suite de la signature d'un protocole d'accord, le 10 décembre 2004, par la société Ray Investment avec Pinault Printemps Redoute (PPR) en vue d'acquérir le contrôle de Rexel. La réalisation de la cession, qui portait sur 73,45 % du capital et 81,78 % des droits de vote de Rexel, est intervenue à l'issue de la garantie de cours, le 16 mars 2005, permettant ainsi notamment à PPR de percevoir la distribution exceptionnelle de 7,38 euros par action prévue le 4 mars 2005.

En application de l'article 235-1, la procédure applicable était la garantie de cours puisque « *est tenue de déposer un projet de garantie de cours une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, qui acquiert ou est convenue d'acquérir un bloc de titres lui conférant, compte tenu des titres ou des droits*

³⁵ Clayton Dubilier & Rice, Eurazeo SA et Merrill Lynch Global Private Equity.

de vote qu'elle détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société ».

La structure des opérations a permis d'offrir aux actionnaires minoritaires de Rexel la faculté d'apporter leurs titres à la garantie de cours coupon attaché ou détaché, le paiement du dividende intervenant pendant la garantie de cours. Une double centralisation a permis la prise en charge par l'initiateur des frais de courtage vendeurs et de l'impôt de bourse.

À l'issue de la garantie de cours, Ray Acquisition SCA, qui détenait 98,52 % du capital et 98,49 % des droits de vote de Rexel, a déposé un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. À la suite de l'offre publique de retrait, les actions Rexel ont été radiées d'Eurolist le 25 avril 2005, date à laquelle a été mis en œuvre le retrait obligatoire.

8 L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres de la société Marionnaud Parfumeries : portée du retrait obligatoire

En septembre 2005, l'AMF a été saisie d'un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres actions et OCEANE³⁶ 2,5 % 2008 de la société Marionnaud Parfumeries, en application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général, initié par la société AS Watson (France) SNC filiale indirecte de la société Hutchison Whamoa Limited.

À la suite de l'offre publique d'achat visant les titres Marionnaud Parfumeries mise en œuvre du 1^{er} février au 21 mars 2005, aux prix de 21,80 euros par action et 69,74 euros par OCEANE, et réouverture du 11 avril 2005 au 29 avril 2005, et à différents achats réalisés sur le marché lors de la période de réouverture de l'offre publique d'achat et jusqu'au 12 septembre 2005, l'initiateur détenait 96,50 % du capital social et des droits de vote de Marionnaud Parfumeries et 50,40 % des OCEANE en circulation.

L'initiateur proposait d'acquérir, aux prix de 21,80 euros par action et 71,55 euros par OCEANE, la totalité des actions et des OCEANE non détenues par lui. L'initiateur avait demandé à l'Autorité des marchés financiers de pouvoir procéder au retrait obligatoire de ces titres dès la clôture de l'offre publique de retrait.

Dans le cadre de l'examen du projet d'offre, l'Autorité des marchés financiers avait pris connaissance, outre du rapport d'évaluation établi par les banques présentatrices et de l'attestation de l'expert indépendant, des courriers adressés par des porteurs d'OCEANE. Ces derniers faisaient valoir principalement les arguments suivants :

- le prix de l'OCEANE était insuffisant en ce qu'il n'assurait pas notamment la « valeur reçue » en conservant l'OCEANE jusqu'au remboursement à l'échéance ;

³⁶ OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

- la marge de crédit utilisée pour valoriser l'OCEANE devait prendre en compte le fait qu'AS Watson détenait désormais plus de 90 % du capital de Marionnaud Parfumeries ;
- l'application aux OCEANE du retrait obligatoire paraissait contestable sur le fondement des dispositions légales existantes.

Dans ce contexte, l'Autorité des marchés financiers a relevé que, s'agissant des actions Marionnaud Parfumeries, ledit projet était conforme aux principes posés par le législateur et le règlement général, et que, s'agissant des OCEANE, l'analyse multicritères menée par les banques présentatrices et corroborée par l'expert indépendant était conforme aux dispositions réglementaires.

Elle a relevé aussi que les 49,6 % des OCEANE en circulation, très largement « hors la monnaie » et représentant potentiellement près de 7,5 % du capital dilué de Marionnaud Parfumeries, n'étaient pas détenues par l'initiateur.

Dans ce contexte, et compte tenu des dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier alors en vigueur portant sur le retrait obligatoire, lesquelles visent « à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital et des droits de vote », dispositions qui sont d'interprétation stricte à raison de la nature du retrait obligatoire, l'Autorité des marchés financiers considéra que les OCEANE ne pouvaient pas faire l'objet d'une telle procédure.

Sur ces bases, l'Autorité des marchés financiers a déclaré, le 30 septembre 2005, recevable le projet d'offre publique de retrait visant les actions et les OCEANE Marionnaud Parfumeries, suivie d'un retrait obligatoire portant uniquement sur les actions Marionnaud Parfumeries.

Par la suite, les porteurs d'OCEANE 2,5 % 2008, réunis en assemblée générale le 12 janvier 2006, ont voté à l'unanimité des porteurs présents ou représentés, l'abandon de la faculté de conversion et/ou d'échange des OCEANE en actions nouvelles et/ou existantes de la société, avec effet immédiat, le reste des caractéristiques de ces titres demeurant inchangé.

9 L'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Cimex : application des dispositions relatives à l'offre obligatoire et au retrait obligatoire d'une société étrangère cotée uniquement à Paris

Cimex est une société de droit suisse, cotée uniquement à Paris depuis juillet 2004. La société Schweizerhall Holding AG a acquis le 6 décembre 2004 trois blocs d'actions représentant 80 % du capital de Cimex à un prix unitaire de 6,95 euros, alors que le prix d'introduction s'était établi à 8,30 euros en juillet 2004.

Cimex étant une société étrangère, les dispositions relatives à l'offre obligatoire et au retrait obligatoire n'étaient pas applicables. En revanche, l'AMF a pu appliquer les dispositions de son règlement général concernant les offres publiques d'achat simplifiées. En effet, dans son document d'introduction, Cimex avait

stipulé qu'en cas de changement de contrôle, il serait fait en sorte d'offrir aux actionnaires minoritaires une sortie dans des conditions similaires. De ce fait, le régime de l'offre a donc été celui de l'offre volontaire. Schweizerhall a ainsi lancé une offre publique d'achat simplifiée au prix de 8,30 euros par action.

Le prix offert a été déterminé par référence au prix d'introduction de la société Cimex sur le second marché en juillet 2004. La cession du contrôle, qui est intervenue très rapidement après l'introduction en bourse, n'était pas anticipée à l'époque selon les dirigeants de Cimex. Le prix proposé était supérieur à celui ressortant du changement de contrôle, soit 6,95 euros par action, ainsi qu'à la moyenne pondérée par les volumes des 60 derniers jours de cotation, avant l'annonce de l'opération, soit 8,09 euros par action. Par conséquent, tant du point de vue de l'offre obligatoire que de celui de l'offre volontaire, les dispositions du règlement général ont été respectées.

À la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, Schweizerhall détenait 99,45 % du capital et des droits de vote de Cimex. À la demande de Schweizerhall, les titres Cimex ont été radiés d'Eurolist.

10 L'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Stallergènes : relèvement du prix d'offre

La société Stallergènes a annoncé, le 31 mars 2005, qu'elle souhaitait proposer à ses actionnaires d'acquérir 300 000 actions (soit 9,26 % de son capital), en initiant une offre publique d'achat simplifiée dans le cadre de son programme de rachat d'actions. La réalisation de cette opération devait permettre à Stallergènes d'optimiser sa structure de financement.

Stallergènes a déposé, le 15 avril 2005, après que son actionnaire principal avait obtenu une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre (*cf. infra*), un projet d'offre publique d'achat simplifiée, libellée au prix de 90 euros dividende attaché, dans le cadre d'un programme de rachat par la société de ses propres actions. Le groupe Wendel Investissement, qui détenait 46,92 % du capital et des droits de vote de Stallergènes, a fait part de son intention de ne pas participer à l'offre.

L'offre, déclarée recevable, a été ouverte le 9 mai 2005 et sa date de clôture a été fixée le 20 mai 2005. Le cours se maintenant de façon continue au-dessus du prix d'offre (cours évoluant entre 92,85 euros et 91,40 euros), la société a décidé de rehausser le prix de son offre à 95 euros par action. La question du relèvement d'un prix d'offre, en période d'offre, avait été soulevée pour la première fois très peu de temps auparavant dans une configuration semblable (offre publique d'achat simplifiée dans le cadre d'un programme de rachat sur les actions Wendel Investissement en décembre 2004).

Il a été considéré que, bien que l'article 232-6 du règlement général de l'AMF sur les surenchères ne soit pas directement applicable³⁷ au cas d'espèce, il

³⁷ Cet article sur les surenchères a trait aux offres réalisées en procédure normale.

paraissait acceptable de permettre à l'initiateur de modifier à la hausse le prix de son offre afin de tenir compte des tendances du marché, sachant que l'offre n'était pas réalisée par achats d'actions sur le marché et que le relèvement du prix d'offre était supérieur au pourcentage de 2 % prévu à l'article 232-7 du règlement général de l'AMF.

L'AMF a reporté la date de clôture de l'offre au 27 mai 2005. Le nombre d'actions présentées en réponse à l'offre publique de rachat, soit 165 920, étant inférieur au nombre de titres que Stallergènes s'était engagée à racheter (300 000 actions), toutes les demandes de rachat furent satisfaites.

11 L'offre publique d'achat Eurosic : désignation d'un expert indépendant par la cible pour examiner le prix de l'offre

Actionnaire de référence d'Eurosic avec 32,77 % de son capital, la Banque Palatine a décidé de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eurosic. Préalablement à l'offre, un engagement d'apport d'actions Eurosic portant sur environ 10 % du capital avait été conclu entre la Banque Palatine et un actionnaire et a été publié. L'offre publique d'achat avait pour but de concrétiser au niveau capitalistique un contrôle déjà existant sur le plan opérationnel, la Banque Palatine ayant depuis la création d'Eurosic toujours contribué de manière quasi exclusive au développement et au financement de son activité.

Le conseil d'administration de la société Eurosic, informé de l'intention de la Banque Palatine de déposer le projet d'offre, a désigné, au cours de sa réunion du 21 juillet 2005, l'expert indépendant chargé d'évaluer le caractère équitable du prix proposé par la Banque Palatine. À l'issue de la communication par l'expert indépendant de ses travaux au conseil d'administration d'Eurosic et des discussions entre Eurosic et la Banque Palatine, le prix projeté pour l'offre fut porté de 39 euros par action à 42 euros par action. L'offre publique d'achat fut déposée, au prix de 42 euros par action, le 6 septembre 2005, le conseil d'administration d'Eurosic ayant recommandé à l'unanimité aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre.

À l'issue de l'offre publique d'achat, Banque Palatine détenait 88,81 % du capital et des droits de vote de Eurosic.

C Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique

Au cours de l'année 2005, l'AMF a publié 46 décisions de dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique en application des articles 234-6 à 234-9 du règlement général de l'AMF. Parmi les décisions, on en dénombre sept concernant des sociétés en situation de difficulté financière avérée (article 234-8 2° du règlement général), quatre des opérations d'apport ou fusion (article 234-8 3° du règlement général), huit faisant suite à une réduction du nombre d'actions ou de droits de vote de la société concernée (article 234-8 5° du règlement général).

En outre, trois décisions relatives à offre publiques de retrait (article 236-6 du règlement général) ont été publiées. Enfin, une décision relative à un franchissement temporaire du seuil du tiers du capital et des droits de vote (article 234-4 du règlement général) a été publiée.

1 Dérogation relative à une opération d'apport d'actifs soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires

S'agissant de la dérogation visée à l'article 234-8 3° du règlement général (opérations de fusion ou d'apport d'actifs soumises à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires), deux cas ont porté sur des apports suivis immédiatement de la cession des actions remises.

Le premier cas concerne le groupe Accor et avait pour projet de transférer, principalement par voie d'apport, à la société Foncière des Murs, un ensemble d'hôtels situés en France ; le groupe Accor conserverait la propriété des fonds de commerce hôteliers correspondants et l'exploitation desdits hôtels. L'apport, dont l'approbation était soumise à une assemblée extraordinaire des actionnaires de Foncière des Murs, était rémunéré par l'émission d'actions nouvelles au profit du groupe Accor, ce dernier venant alors à détenir environ 42 % du capital et des droits de vote de cette société.

Puis, immédiatement après leur émission, les actions nouvelles émises en rémunération des apports devaient être cédées par le groupe Accor, au prix d'émission, au profit des quatre principaux actionnaires de Foncière des Murs qui n'agissaient pas de concert.

Le groupe Accor était ainsi amené à franchir temporairement en hausse, les seuils de 5 %, 10 %, 20 % et du tiers du capital et des droits de vote de Foncière des Murs, avant de franchir, du fait de la cession envisagée le même jour, ces mêmes seuils en baisse. Le franchissement en hausse du seuil du tiers du capital et des droits de vote étant générateur d'une obligation de dépôt d'un projet d'offre en application de l'article 234-2 du règlement général, le groupe Accor avait donc sollicité une dérogation à l'obligation de dépôt d'un tel projet.

À l'appui de sa décision d'octroyer une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre, l'Autorité des marchés financiers a constaté que l'assemblée générale des actionnaires de Foncière des Murs était appelée à se prononcer sur l'opération d'apport et d'augmentation de capital corrélative, assemblée à laquelle le groupe Accor ne participait pas. En outre, l'Autorité a relevé que le groupe Accor devait franchir en hausse les seuils du tiers du capital et des droits de vote de Foncière des Murs, puis à la baisse, quasiment simultanément, ces mêmes seuils à la suite de la cession des titres reçus.

Le second cas a concerné la société Mines de la Lucette, dont 76,6 % du capital et des droits de vote étaient détenus par la société MSREF Grillet B.V. Le groupe Immobilière Groupe Casino devait procéder au transfert, au profit de la société Mines de la Lucette, au cours du premier trimestre 2006, d'un portefeuille d'actifs immobiliers par apport et cession desdits actifs.

L'apport, soumis à l'approbation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires de Mines de la Lucette, devait être rémunéré par l'émission d'actions nouvelles Mines de la Lucette au profit du groupe Immobilière Groupe Casino, celui-ci venant ainsi à détenir environ 73,4 % du capital et des droits de vote de cette société. Puis, immédiatement après leur émission, les actions nouvelles émises en rémunération des apports devaient être cédées par le groupe Immobilière Groupe Casino, au prix d'émission, à MSREF Grillet B.V.

Le groupe Immobilière Groupe Casino était ainsi amené à franchir, temporairement, en hausse les seuils du tiers du capital et des droits de vote, avant de franchir, du fait de la cession envisagée le même jour, ces mêmes seuils en baisse. Le franchissement en hausse des seuils du tiers du capital et des droits de vote étant générateur d'une obligation de dépôt d'un projet d'offre, en application de l'article 234-2 du règlement général, le groupe Immobilière Groupe Casino avait sollicité une dérogation au dépôt obligatoire d'un tel projet.

Par ailleurs, à la suite de l'apport susmentionné, la société MSREF Grillet B.V. devait détenir environ 20,4 % du capital et des droits de vote de Mines de la Lucette ; puis par la cession susmentionnée, détenir environ 93,8 % du capital et des droits de vote de la société, franchissant notamment quasi simultanément les seuils du tiers du capital et des droits de vote de Mines de la Lucette à la baisse puis à la hausse, le franchissement en hausse des seuils du tiers étant générateur d'une obligation de dépôt d'un projet d'offre publique en application de l'article 234-2 du règlement général.

S'agissant du premier volet de la demande de dérogation, l'Autorité des marchés financiers a constaté que l'assemblée générale des actionnaires de Mines de la Lucette serait appelée à se prononcer sur l'opération d'apport. En outre, elle a relevé que le groupe Immobilière Groupe Casino devait franchir en hausse les seuils du tiers du capital et des droits de vote de Mines de la Lucette, puis à la baisse, quasiment simultanément, ces mêmes seuils par suite de la cession des titres reçus.

S'agissant du cas de MSREF Grillet B.V., bien que non formellement visé à l'article 234-8 du règlement général, l'Autorité a relevé que :

- l'opération projetée était soumise à l'assemblée générale de Mines de la Lucette et ferait l'objet d'un document soumis à son contrôle porté à la connaissance du public ;
- lors de l'assemblée générale de Mines de la Lucette, MSREF Grillet B.V. détiendrait effectivement la majorité des droits de vote de la société ;
- les franchissements de seuils du tiers du capital et des droits de vote à la baisse puis à la hausse, quasi simultanés, résultent d'une opération d'apport puis de rachat d'actions formant un tout indissociable ;
- prise dans sa globalité, l'opération ne remettait pas en cause la détention par MSREF Grillet B.V. de la majorité des droits de vote Mines de la Lucette.

Au bénéfice de ce constat, l'Autorité a octroyé à MSREF Grillet B.V. une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre en application des articles 234-8 3°, 234-8 6° et 234-9 du règlement général.

2 Dérogation à la suite de la réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total des droits de vote existant dans la société visée

Plusieurs dérogations ont visé l'article 234-8 5° du règlement général (réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existant dans la société visée). Ces cas de dérogation concernent principalement la situation d'un actionnaire qui, à raison d'une diminution du nombre de titres de la société visée, se trouve « relué » et peut ainsi être amené à se trouver en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre en application des articles 234-2 ou 234-5 du règlement général. Dans l'hypothèse où cette relation est passive, ce cas de dérogation trouve à s'appliquer sans difficulté.

À cet égard, on peut citer la situation de la société Accor dans Club Méditerranée, qui avait franchi en hausse le seuil du tiers des droits de vote de cette dernière. Ce franchissement de seuil résultait d'une privation de droits de vote affectant un actionnaire de Club Méditerranée, ayant eu pour conséquence une diminution du nombre de droits de vote total de la société. Constatant, en outre, qu'Accor n'avait procédé à aucune acquisition de titres de la société Club Méditerranée depuis le 22 octobre 2004, date à laquelle elle avait acquis sa participation d'alors, l'Autorité des marchés financiers a accordé à Accor une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre en application de l'article 234-8-5° du règlement général.

En revanche, lorsque le demandeur de la dérogation est lui-même à l'origine de la réduction du nombre de titres de la société concernée, ou a une influence déterminante sur cette réduction, la question paraît plus délicate, sauf à ce qu'il puisse invoquer parallèlement la détention préalable de la majorité des droits de vote, seul ou de concert (cas observés pour les sociétés Burelle, Prodef, Fininfo).

La mise en œuvre par Stallergènes d'un programme de rachat, autorisé par l'assemblée générale des actionnaires, pouvant entraîner une diminution du nombre total de droits de vote de la société, le groupe Wendel Investissement était susceptible de voir sa détention en droits de vote augmenter jusqu'à 52,40 % et, ainsi, s'accroître de plus de 2 % entre le seuil du tiers et de la moitié en moins de douze mois consécutifs. En outre, en cas d'annulation des actions acquises par Stallergènes, la détention en capital était susceptible d'augmenter de plus de 2 % entre le seuil du tiers et de la moitié en moins de douze mois consécutifs.

Dans la perspective de ce possible accroissement, engendrant l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions Stallergènes en application de l'article 234-5 du règlement général, le groupe Wendel Investissement a demandé une dérogation à cette obligation, en faisant valoir que lors du conseil d'administration de Stallergènes du 15 mars 2005, qui avait décidé le principe d'une offre publique d'achat simplifiée dans le cadre du programme de rachat, ses représentants n'avaient pas pris part au vote.

Par ailleurs, le groupe Wendel Investissement indiquait qu'il était disposé à ne pas accroître sa participation de plus de 2 % en moins de douze mois après le règlement-livraison de l'offre, sans avoir à déposer un projet d'offre publique selon les dispositions de l'article 234-5 du règlement général, et précisait que, depuis l'introduction en bourse de Stallergènes, le 21 juillet 1998, il n'avait accru sa participation que de 2,14 % en sept ans et n'avait donc pas usé de la faculté que lui offre le règlement général, d'accroître sa participation jusqu'à 2 % par périodes de douze mois consécutifs de façon à atteindre 48 % du capital et des droits de vote en franchise de l'obligation de déposer une offre publique.

Sur ces bases, l'Autorité a octroyé la dérogation demandée.

3 Tribunal de grande instance de Paris, ordonnance de référé du Président, 13 juillet 2005³⁸, ordonnant à M. Roger Chamla de déposer un projet d'offre publique sur la société Billon

Par lettre du 22 avril 2004, M. Roger Chamla, actionnaire de la société Billon, a déclaré auprès de l'AMF, en application de l'article L. 233-7 du code de commerce, avoir franchi à la hausse le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société Billon dans le cadre d'un concert comprenant lui-même, les sociétés Le Jersey de Paris, Établissements JBR Chamtex, Tricosim et Midimaille.

En application des articles L. 433-3, I du code monétaire et financier et 234-2 du règlement général de l'AMF, M. Roger Chamla avait donc l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital de la société Billon. Les dispositions de l'article 234-4 du règlement général de l'AMF relatives au franchissement temporaire du seuil du tiers du capital ou des droits de vote portant sur moins de 3 % étaient inapplicables en l'espèce, le dépassement étant supérieur.

Sur demande du Président de l'AMF, le Président du tribunal de grande instance de Paris a enjoint, par ordonnance de référé en date du 13 juillet 2005, M. Roger Chamla de déposer un projet d'offre publique visant les actions Billon libellé à des conditions telles qu'il aurait pu être déclaré recevable par l'Autorité des marchés financiers s'il avait été déposé le 22 avril 2004, date à laquelle M. Roger Chamla a déclaré auprès de l'AMF, en application de l'article L. 233-7 du code de commerce, avoir franchi à la hausse le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société Billon dans le cadre d'un concert comprenant lui-même, les sociétés Le Jersey de Paris, Établissements JBR Chamtex, Tricosim et Midimaille.

Par ordonnance du 26 septembre 2005, le président de chambre agissant par délégation du premier président de la Cour d'appel de Paris, a rejeté la demande de sursis à exécution présentée M. Roger Chamla.

³⁸ Président du TGI Paris, Ordonnance de référé du 13 juillet 2005, RG 05/54287.

Par un arrêt du 19 octobre 2005, la 14^e chambre de la Cour d'appel de Paris a confirmé en tous points l'ordonnance de référé du 13 juillet 2005 du Président du tribunal de grande instance de Paris, rendue en premier ressort. M. Roger Chamla a formé un pourvoi en cassation à l'encontre de cet arrêt.

4 Examen des conséquences de l'évolution d'un concert

Dans le prolongement du partenariat commercial existant entre Carrefour et Hyparlo, qui étaient liés par un contrat de franchise, les membres de la famille Arlaud et Carrefour avait exprimé, dans un protocole d'accord signé le 24 décembre 2004 et entré en vigueur le 14 janvier 2005, l'intention de redéfinir certaines modalités de leur collaboration en qualité d'actionnaires de contrôle d'Hyparlo.

Il était également prévu une simplification, par les membres de la famille Arlaud, des structures de contrôle d'Hyparlo, avec la fusion entre Hofidis et Arlco (holdings détenues par la famille Arlaud), la société résultant de cette fusion prenant la forme d'une société par actions simplifiée dénommée Hofidis II.

Les modifications devaient se traduire notamment par la présence de Carrefour au capital d'Hofidis II à hauteur de 50 % du capital et des droits de vote, en raison, d'une part, de l'apport par Carrefour à Hofidis II de sa participation dans Bearbull SAS (société tête de groupe des activités d'Hyparlo en Roumanie, contrôlée conjointement par Carrefour et Hyparlo), et, d'autre part, d'une acquisition d'actions auprès des membres de la famille Arlaud, qui conservait l'autre moitié du capital et des droits de vote.

Le protocole d'accord prévoyait, notamment, qu'une promesse unilatérale d'achat portant sur des actions Hofidis II était consentie par Carrefour au bénéfice des membres de la famille Arlaud. La promesse d'achat pouvait être exercée en une ou plusieurs fois et devait porter sur au moins 10 % du capital d'Hofidis II. Son exercice (à compter du 1^{er} janvier 2012 ou par anticipation en cas de cessation par Gilles Pardi ou Jean-Michel Arlaud de leurs fonctions dans Hyparlo pour quelque raison que ce soit) marquait la prise de contrôle de Carrefour sur Hyparlo.

Par ailleurs, les statuts d'Hofidis II, société par actions simplifiée détenue à parité entre les membres de la famille Arlaud et Carrefour, qui détenait 57,80 % du capital et 66,99 % des droits de vote d'Hyparlo³⁹, prévoyaient notamment :

- la nomination de Gilles Pardi comme Président et de Jean-Michel Arlaud comme directeur général jusqu'au 31 décembre 2011 ;
- un conseil de surveillance, composé à parité de représentants de la famille Arlaud et de Carrefour ;

³⁹ En outre Carrefour détenait directement 20 % du capital et 20,71 % des droits de vote d'Hyparlo.

- que le conseil de surveillance statuerait à la majorité des deux tiers sur les sujets suivants : autorisation préalable de certains actes et opérations parmi lesquels toute décision ayant pour effet de modifier la participation d'Hofidis II dans Hyparlo ; avis, préalablement à toute assemblée d'actionnaires d'Hyparlo, sur le sens du vote que devait exprimer la société avec les actions qu'elle détenait au capital de cette société ; agrément préalable à toute cession d'actions à un tiers et d'une manière générale, contrôle de la gestion de la société par la direction générale et arrêté des comptes sociaux devant être approuvés par les associés.

Carrefour obtenait des droits de vote double sur une partie de sa participation dans Hofidis II, ce qui devait induire alors la prise de contrôle de cette dernière par Carrefour, dans les hypothèses suivantes :

- soit dès lors que Gilles Pardi ou Jean Michel Arlaud ne serait plus respectivement Président et directeur général de la société (au cas où l'un d'entre eux seulement quitterait ses fonctions, Carrefour pouvait différer l'obtention du droit de vote double à la date de cessation des fonctions de l'autre) ;
- soit dès lors que la direction générale aurait voté, lors d'une assemblée générale d'actionnaires d'Hyparlo, avec les actions détenues par Hofidis II au capital de cette société, dans un sens sur lequel le conseil de surveillance n'aurait pas donné un avis positif ;
- soit le 31 décembre 2011 si aucun des cas prévus aux alinéas précédents ne survenait préalablement.

Un nouveau pacte d'actionnaires, signé, le 24 décembre 2004, entre la famille Arlaud et Carrefour, portant sur les titres Hyparlo, se substituait au pacte antérieur et prévoyait essentiellement que Carrefour pouvait acquérir des actions Hyparlo sous réserve d'une concertation préalable avec la société et les membres de la famille Arlaud, un droit de préemption mutuel et une clause de représentation de Carrefour au conseil de surveillance d'Hyparlo à hauteur du tiers de ses membres au moins, tant que la famille Arlaud conservait la direction générale d'Hofidis II. Le pacte, d'une durée de dix ans, serait résilié de manière anticipée en cas d'exercice de la promesse d'achat consentie par Carrefour aux membres de la famille Arlaud ou si Carrefour ne réalisait pas, pour quelque raison que ce soit, l'acquisition des actions Hofidis II appartenant à la famille Arlaud.

Du fait de l'évolution du concert liant les parties par rapport à la situation qui prévalait antérieurement, celles-ci demandèrent à l'Autorité des marchés financiers de constater que, sur le fondement des articles 234-6 1° et 234-3 2° du règlement général, il n'y avait pas matière à déposer un projet d'offre publique. Dans le cadre de son examen, l'Autorité a relevé que :

- d'une part, les statuts de la société par actions simplifiée Hofidis II, dont le capital était détenu à parité par Carrefour et les membres de la famille Arlaud, prévoyaient que les représentants légaux de celles-ci étaient désignés parmi les représentants de la dite famille de manière irrévocable, hormis les cas où Carrefour viendrait à prendre le contrôle de cette société ;

- d'autre part, la direction et la gestion effectives du groupe Hyparlo, dont les organes sociaux étaient inchangés, continuaient à être assurées effectivement par des représentants de cette famille, et qu'ainsi cette dernière demeurerait prédominante ;
- la prédominance de la famille Arlaud ne pouvait être remise en cause que par la prise de contrôle d'Hofidis II par Carrefour lorsque cette dernière en deviendrait l'actionnaire majoritaire, soit à compter du 1^{er} janvier 2012, soit avant cette date en cas de départ des dirigeants issus de la famille Arlaud ou de désaccord entre ladite famille et Carrefour, et que cette prise de contrôle aurait pour conséquence l'application des dispositions réglementaires relatives au dépôt obligatoire d'un projet d'offre visant les titres Hyparlo ;
- en outre, l'évolution du concert formé entre les membres de la famille Arlaud et Carrefour s'inscrivait dans le cadre du partenariat commercial noué entre cette dernière et Hyparlo, matérialisé notamment par l'existence d'un contrat de franchise.

Sur ces bases, l'Autorité des marchés financiers a fait le constat qu'il n'y avait pas matière à déposer, en l'état, un projet d'offre publique.

Saisie d'un recours en annulation de cette décision, la Cour d'appel de Paris a annulé cette décision, par arrêt du 13 septembre 2005.

En conséquence, Carrefour a déposé le 21 décembre 2005, un projet d'offre publique visant les actions Hyparlo.

D Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant APE

1 La publication des comptes des sociétés au Bulletin des annonces légales obligatoires

L'AMF a pour mission de contrôler le respect de l'obligation de publication de leurs comptes par les sociétés cotées sur un marché réglementé. Pour la quatrième année consécutive, elle a mis en œuvre la procédure d'injonction judiciaire en application de l'article L. 621-17 du code monétaire et financier à l'encontre des sociétés qui n'ont pas rempli leurs obligations de publication au Bulletin des annonces légales et obligatoires (BALO) de leurs chiffres d'affaires trimestriels, comptes semestriels ou annuels arrêtés par le conseil d'administration et approuvés par l'assemblée générale des actionnaires comme le requiert le code de commerce.

Sur le fondement de cet article, le président du tribunal de grande instance de Paris a été saisi deux fois au cours de l'année 2005 afin d'obtenir la publication sous astreinte des éléments comptables manquants.

En 2005, 42 lettres de mises en demeure ont été adressées aux émetteurs en retard de publication, à la suite desquelles 19 sociétés ont régularisé leur situation.

23 sociétés ont donc été assignées devant le président du TGI afin qu'il leur enjoigne de publier leurs comptes : 13 d'entre elles ont publié avant la date d'audience, 4 dans un délai de huit jours suivant l'audience, 5 après huit jours, et une société n'a toujours pas régularisé.

Il est précisé que les dirigeants des sociétés ont obtenu un délai de huit jours à compter du prononcé des ordonnances pour procéder aux publications demandées, sous peine d'astreintes de 1 500 euros par jour de retard à compter du huitième jour.

2 Les recommandations pour l'élaboration des documents de référence

Depuis le 1^{er} juillet 2005, le règlement européen⁴⁰ du 29 avril 2004, pris en application de la directive Prospectus, est entré en vigueur. Ce règlement définit le contenu du prospectus.

Dans le cadre de la transposition de la directive Prospectus, le document de référence tel qu'il a été pratiqué en France depuis quinze ans, a été conservé. Les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur Eurolist peuvent donc continuer à déposer auprès de l'AMF, indépendamment de toute opération financière, un document de référence servant à la fois de rapport annuel et de présentation de leur situation financière et de leurs perspectives en cas d'incorporation dans un prospectus. Pour pouvoir être incorporé dans un prospectus, le document de référence doit dorénavant contenir, au minimum, les informations exigées par le règlement européen.

Désormais, le contenu du document de référence est défini à partir des textes suivants :

a) Le règlement européen

Les émetteurs dont des titres de capital ou donnant accès au capital sont cotés, appliquent l'annexe I du règlement européen pour l'élaboration de leur document de référence.

Ainsi, un établissement de crédit dont les actions sont cotées sur Eurolist rédige son document de référence à partir de l'annexe I, l'annexe XI propre aux banques ne pouvant être utilisée que par celles dont seuls des titres de créance sont admis aux négociations. De même, les annexes IV, VII et IX du règlement européen ne peuvent être utilisées pour rédiger le document de référence que par les émetteurs dont seuls les instruments financiers visés par ces annexes sont cotés⁴¹.

⁴⁰ Règlement européen n° 809/2004 pris en application de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003.

⁴¹ L'annexe IV du règlement 809/2004 vise les titres de créance et instruments dérivés d'une valeur nominale inférieure à 50 000 euros, l'annexe VII, les titres adossés à des actifs et l'annexe XI, les titres de créance et instruments dérivés d'une valeur nominale supérieure à 50 000 euros.

b) Les textes français

L'article 221-8 du règlement général de l'AMF prévoit, en outre, que l'émetteur qui établit un document de référence doit y inclure le rapport du président sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne. L'article 221-1 dispose qu'en cas de changement de périmètre ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 %, l'émetteur présente une information financière *pro forma* concernant au moins l'exercice précédent.

Les émetteurs peuvent également inclure dans leur document de référence certains rapports prévus par la loi afin de satisfaire aux exigences de telle ou telle rubrique. Par exemple, le rapport concernant les procédures de contrôle interne peut être repris dans la rubrique « facteurs de risques ». Cette rubrique peut cependant être renseignée spécifiquement, sans inclusion dudit rapport. D'une manière plus générale, les émetteurs souhaitant utiliser leur document de référence comme rapport annuel peuvent inclure l'ensemble des documents devant être présentés à l'assemblée générale des actionnaires. Ils ont cependant la liberté d'établir un document de référence dit « spécifique » contenant les informations requises par les textes mentionnés ci-dessus et complété, à l'initiative de l'émetteur, d'informations supplémentaires sans que le contenu de ce document ne comporte nécessairement l'ensemble des informations du rapport annuel.

Enfin, l'émetteur peut également intégrer dans son document de référence le document d'information annuel⁴², le montant des honoraires versés à chacun des contrôleurs légaux⁴³, et le descriptif du programme de rachat d'actions⁴⁴.

c) Les recommandations du CESR

Pour la rédaction du document de référence, les émetteurs tiennent compte des recommandations publiées, en février 2005, par le CESR⁴⁵ en vue d'une application cohérente du règlement européen auxquelles le règlement général de l'AMF se réfère⁴⁶.

Les émetteurs peuvent dans leur document de référence procéder par renvoi d'une rubrique ou d'une partie à une autre afin d'éviter la duplication de l'information, à condition que ces renvois ne nuisent pas à la lisibilité du document.

d) Les interprétations et recommandations de l'AMF

La COB avait publié, en janvier 2003⁴⁷, une liste de 14 recommandations à appliquer lors de l'élaboration des documents de référence. En mars 2004,

⁴² Voir *supra* page 88 du présent chapitre.

⁴³ Article 221-1-2 du règlement général de l'AMF.

⁴⁴ Article 241-2 du règlement général de l'AMF.

⁴⁵ Recommandation traduite en français et publiée sur le site internet de l'AMF.

⁴⁶ Ces recommandations ont été explicitement visées par le règlement général de l'AMF qui indique dans l'article 212-7 du titre I^{er} du Livre II : « Pour l'application des dispositions du règlement [n° 809/2004 du 29 avril 2004], l'AMF tiendra compte des recommandations publiées par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. »

⁴⁷ Bulletin mensuel COB, n° 375 de janvier 2003.

l'AMF a publié dans sa revue mensuelle⁴⁸ quatre nouvelles recommandations concernant la dépréciation des actifs incorporels et des écarts d'acquisition, les risques et litiges (méthode de provisionnement), les informations à délivrer en matière de dérivés de crédit (sociétés du secteur financier essentiellement) et la transparence des critères relatifs à l'inscription au bilan des financements d'actifs.

L'ensemble des recommandations COB-AMF à prendre en compte pour l'élaboration des documents de référence a été réexaminé au regard du règlement européen, des normes IFRS et des recommandations du CESR, afin de déterminer celles qui sont maintenues et celles qui sont devenues caduques.

Les recommandations devenues caduques

Les recommandations portant sur les cinq thèmes suivants ne sont plus en vigueur, car rendues superflues soit par l'application du règlement européen et des IFRS, soit par les recommandations du CESR :

- évolutions récentes et perspectives d'avenir ;
- informations financières *pro forma* ;
- information sectorielle⁴⁹ ;
- transparence des critères relatifs à l'inscription au bilan des financements d'actifs⁵⁰ ;
- dépréciation des actifs incorporels et des écarts d'acquisition⁵¹.

S'agissant des évolutions récentes et des perspectives d'avenir, l'information demandée par la COB et l'AMF est à présent couverte par plusieurs rubriques du règlement européen⁵², étant rappelé que le document de référence doit contenir toutes les informations significatives susceptibles d'avoir une influence sur le cours de l'action et données au marché, y compris, le cas échéant, les informations prévisionnelles.

En ce qui concerne l'information financière *pro forma*, ce thème avait fait l'objet en 2003 d'un développement selon deux aspects.

Le premier traitait des données comptables *pro forma* : ce sujet est dorénavant couvert par l'article 5 du règlement européen et son annexe II, par l'article 221-1 du règlement général et par la norme IFRS 3.

⁴⁸ Revue mensuelle AMF, n° 1 de mars 2004.

⁴⁹ Paragraphe « 13. Information sectorielle », pages 44 et 45 du Bulletin mensuel COB, n° 375 de janvier 2003.

⁵⁰ Paragraphe « 2.2.4. Transparence des critères relatifs à l'inscription au bilan des financements d'actifs », pages 25 et 26 de la Revue mensuelle AMF, n° 1 de mars 2004.

⁵¹ Paragraphe « 2.2.1. Dépréciation des actifs incorporels et des écarts d'acquisition » ; pages 22 et 23 de la Revue mensuelle AMF, n° 1 de mars 2004.

⁵² La rubrique 12 « Information sur les tendances » de l'annexe I du Règlement européen exige une information similaire à celle demandée jusqu'alors aux émetteurs dans les recommandations COB-AMF. La rubrique 20.6.1 de la même annexe précise par ailleurs que « Si l'émetteur a publié des informations financières trimestrielles ou semestrielles depuis la date de ses derniers états financiers vérifiés, celles-ci doivent être incluses... ».

Enfin, la rubrique 20.9 de l'annexe demande de « Décrire tout changement significatif de la situation financière ou commerciale du groupe survenu depuis la fin du dernier exercice pour lequel des états financiers vérifiés ou des états financiers intermédiaires ont été publiés... ». Cette information couvre de fait toute évolution de la situation de trésorerie de l'émetteur.

Le second aspect traitait des indicateurs *pro forma*⁵³. Le règlement européen ne fait pas référence à de tels indicateurs et l'émetteur n'a pas l'obligation d'en faire figurer dans son document de référence. Néanmoins, lorsqu'il choisit de publier des indicateurs *pro forma*, leur présentation devra s'inspirer des recommandations du CESR sur les « informations financières sélectionnées » (recommandations § 20 à 26) : la présentation de ces indicateurs doit notamment être accompagnée d'une description claire et de la définition du mode de calcul.

Concernant l'information sectorielle, une information est requise en application de la norme IAS 14. Néanmoins, en raison de la confidentialité fréquemment invoquée par les sociétés pour ne donner qu'une information limitée, l'AMF rappelle que seules des situations entraînant des préjudices graves et très exceptionnels peuvent justifier de ne donner qu'une information partielle.

S'agissant de la transparence des critères relatifs à l'inscription au bilan des financements d'actifs, le communiqué publié le 7 décembre 2005 par l'AMF sur les communications réalisées par les émetteurs sur la transition aux normes IFRS précise en son point 11⁵⁴ les nouvelles recommandations applicables⁵⁵.

Enfin, le point 12 de ce communiqué⁵⁶ et la norme IAS 36 exigeant la même information que la recommandation publiée en 2004 sur la dépréciation des actifs incorporels et des écarts d'acquisition, celle-ci est devenue caduque.

Les interprétations de l'AMF sur le règlement européen

L'AMF a repris, pour l'information due au titre de certaines rubriques de l'annexe I du règlement européen, les précisions publiées par la COB et l'AMF sur les sujets suivants :

Interprétation n° 1 : engagements hors-bilan ;

Interprétation n° 2 : facteurs de risques ; informations à délivrer en matière de dérivés de crédit (sociétés du secteur financier essentiellement) ;

Interprétation n° 3 : gouvernement d'entreprise ;

Interprétation n° 4 : rémunérations des mandataires sociaux et programmes d'options ;

Interprétation n° 5 : limitation de droits de vote et droits de vote multiple ;

Interprétation n° 6 : marchés et concurrence ;

Interprétation n° 7 : relations mère-filiales.

Dans certains cas, le libellé très général de la rubrique ne permet pas à l'émetteur de déterminer précisément quelles informations donner. C'est le

⁵³ Rappelons qu'il s'agit « d'indicateurs ou des soldes de gestion dits "pro forma" qui ont pour seul but de mesurer la performance ou la création de valeur suivant une méthode originale ou adaptée à la société ou à son secteur. »

⁵⁴ Information relative aux montages déconsolidants.

⁵⁵ « Points relevés par l'AMF à l'occasion des premières communications sur la transition aux normes IFRS ».

⁵⁶ Estimations utilisées dans les méthodes comptables clés.

cas, par exemple, de la rubrique des facteurs de risques, sujet qui n'est pas traité dans les recommandations du CESR et pour lequel la COB et l'AMF ont déjà défini une trame très précise d'informations à donner. Les émetteurs appliqueront donc, pour cette rubrique, l'interprétation de l'AMF sur les facteurs de risques.

Pour d'autres thèmes, les émetteurs donnaient jusqu'à présent dans leur document de référence une information détaillée en application des recommandations publiées par l'AMF ou des dispositions réglementaires alors en vigueur. C'était, notamment, le cas pour le gouvernement d'entreprise et l'information sur les rémunérations des mandataires sociaux et les programmes d'options d'achat et de souscription. L'AMF considère que les émetteurs doivent maintenir un degré d'information équivalent dans leurs futurs documents de référence.

L'AMF présente en outre dans ses interprétations plusieurs modèles de tableaux. Les émetteurs peuvent cependant utiliser d'autres présentations plus adaptées à leur situation à condition que l'information donnée soit équivalente.

Les recommandations complémentaires de l'AMF

Parmi les autres thèmes retenus en 2003 et 2004 pour l'élaboration des documents de référence, les précisions publiées sur les cinq sujets suivants sont à considérer comme des recommandations que les émetteurs appliqueront, à leur propre initiative, en fonction de leur degré de pertinence et de leur caractère significatif par rapport à leur situation spécifique ou à leur activité :

Recommandation n° 1 : création de valeur actionnariale ;

Recommandation n° 2 : assurances et couvertures des risques ;

Recommandation n° 3 : structure du capital : tableau d'évolution de l'actionariat des trois dernières années et pactes d'actionnaires ;

Recommandation n° 4 : nantissements, garanties et sûretés ;

Recommandation n° 5 : risques et litiges : méthode de provisionnement.

Afin d'aider les émetteurs dans l'élaboration de leur document de référence et dans la stricte application des différents textes en vigueur, l'AMF a publié le 30 janvier 2006, un tableau qui précise, pour chaque rubrique de l'annexe I du règlement européen, les dispositions réglementaires françaises, les différentes interprétations/recommandations de l'AMF ainsi que les recommandations du CESR.

3 Le rapport de l'AMF sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise

En application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier introduit par la loi de sécurité financière, l'AMF a publié, le 18 janvier 2006, son

deuxième rapport⁵⁷ sur la base des informations publiées par les personnes morales faisant appel public à l'épargne en matière de gouvernement d'entreprise et de procédures de contrôle interne.

Dans son premier rapport, publié en janvier 2005, l'AMF avait formulé un certain nombre de recommandations visant à guider les émetteurs pour la rédaction de leur rapport au titre de l'exercice 2004.

Le rapport 2004 de l'AMF constate une amélioration de la qualité de l'information délivrée au public, même si le contenu des rapports reste relativement hétérogène, notamment en ce qui concerne les procédures de contrôle interne.

L'AMF a constaté que l'information donnée au marché en 2005, sur l'exercice 2004, en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne par les sociétés dont les rapports ont été analysés, était globalement de meilleure qualité que celle donnée en 2004 pour l'exercice précédent.

Il semble qu'après un exercice assez formel l'an dernier, s'agissant de la première année d'application de la loi de sécurité financière, les rapports analysés cette année témoignent d'un progrès important dans certains domaines.

À titre d'exemples, on peut notamment citer les progrès réalisés par les sociétés dans :

- la communication sur les limitations apportées aux pouvoirs du directeur général ;
- la description des missions et l'évaluation des travaux du conseil d'administration ;
- la présentation des diligences ayant permis l'élaboration du rapport sur le contrôle interne ;

On relèvera également que davantage d'émetteurs se sont engagés dans une démarche d'évaluation de leurs procédures de contrôle interne.

Dans le souci d'accompagner les émetteurs dans la démarche progressive qu'elle recommande, l'AMF a, pour l'essentiel, renouvelé – dans ce nouveau rapport – les recommandations qu'elle avait formulées dans son rapport précédent.

Le rapport réitère notamment les recommandations suivantes :

- préciser la définition retenue par la société en matière d'indépendance des administrateurs ;
- préciser dans quel cadre les administrateurs de la société exercent d'autres mandats (sociétés étrangères, sociétés non cotées, etc.) ;
- publier le règlement intérieur du conseil d'administration – ou indiquer où celui-ci peut être consulté – ou un résumé ;

⁵⁷ Le rapport a été préparé sur la base de l'analyse d'un échantillon de 108 rapports de sociétés de toutes tailles et de tous secteurs, y compris des émetteurs étrangers, complétée par des entretiens avec quelques émetteurs et cabinets d'audit.

- faire apparaître le lien entre les procédures de gestion des risques et le recensement des risques opéré par la société (présenté dans la rubrique facteurs de risque du document de référence, le cas échéant), mentionner les limites et objectifs du contrôle interne propres à la société et le référentiel utilisé pour l'élaboration du rapport ;
- exposer les limitations éventuelles aux pouvoirs du directeur général ;
- distinguer les procédures de contrôle interne au niveau du groupe et des filiales.

L'AMF a également souhaité rappeler :

- l'importance des informations sur les moyens consacrés aux procédures de contrôle interne et aux diligences ayant permis la préparation du rapport ;
- l'obligation pour les sociétés faisant appel public à l'épargne d'informer immédiatement le public de tout fait susceptible d'avoir un impact sur leurs cours de bourse, ce qui pourrait être le cas d'une défaillance ou insuffisance grave du contrôle interne.

Par ailleurs, les travaux du groupe de place chargé de proposer un référentiel de contrôle interne à l'usage des sociétés françaises, qui soit adapté à leur environnement juridique, devraient aboutir au premier semestre 2006. Ce référentiel devrait aider les émetteurs dans la préparation de leur rapport. Il devrait également permettre une plus grande homogénéité de la présentation des rapports, et en facilitera d'autant la lecture pour les investisseurs.

B Contentieux et jurisprudence

A Cour d'appel de Paris, 13 septembre 2005, dépôt obligatoire d'une offre publique visant les titres Hyparlo sur le fondement de l'article 234-3 du règlement général de l'AMF⁵⁸

Le 16 février 2005⁵⁹, ayant constaté que l'évolution de l'action de concert entre la famille Arlaud et la société Carrefour vis-à-vis de la société Hyparlo, matérialisée par la prise de participation de la société Carrefour dans le capital de la société Hofidis II, nouvelle structure de contrôle de la société Hyparlo, n'avait pas mis en cause le rôle prédominant joué dans ce concert, depuis l'origine, par la famille Arlaud, l'Autorité des marchés financiers a décidé, par application des articles 234-3 2° et 234-6 1° de son règlement général, qu'il n'y avait pas matière, en l'état, à déposer un projet d'offre publique visant les titres Hyparlo.

⁵⁸ Voir *supra* page 119.

⁵⁹ AMF, Décisions et Informations du 16 février 2005, n° 205C0262.

Statuant sur le recours en annulation formé à l'encontre de cette décision par l'Association de défense des actionnaires minoritaires, la Cour d'appel de Paris, par un arrêt du 13 septembre 2005, a considéré que l'AMF n'était pas fondée à constater qu'il n'y avait pas matière à déposer, en l'état, un projet d'offre publique visant les actions Hyparlo en application de l'article 234-3 de son règlement général, sans qu'il soit besoin d'examiner l'argumentation de la requérante selon laquelle une offre publique s'impose en application de l'article 234-6 du règlement général du fait du franchissement du seuil du tiers en capital et en droits de vote par la société Carrefour dans la société Hyparlo, ces dispositions étant, au demeurant, inapplicables en l'espèce.

Se fondant exclusivement sur les dispositions de l'article 234-3 du règlement général de l'AMF, la Cour d'appel a considéré que la dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique suppose le constat par l'AMF du maintien de la prédominance initiale dans l'exercice du contrôle de la société détentrice.

Elle a estimé qu'en l'espèce, la répartition statutaire des pouvoirs au sein de la société Hofidis II, entre directoire et conseil de surveillance, était exclusive du maintien de la prédominance de la famille Arlaud dans l'exercice du contrôle de cette société.

Elle a, en effet, déduit des articles 9.2, 10.3 b et 13.2 des statuts, que les pouvoirs des dirigeants de la société Hofidis II étaient limités quant à la gestion de la participation détenue dans la société Hyparlo, que les conditions de délibération du conseil de surveillance dont la composition est nécessairement paritaire conféraient à la société Carrefour un pouvoir de codécision pour les décisions prises dans les toutes les assemblées générales de la société Hyparlo ; elle a par ailleurs considéré que les dirigeants de la société Hofidis II ne pouvaient s'affranchir de ce pouvoir de codécision, dès lors que tout vote émis au nom de la société lors d'une assemblée générale de la société Hyparlo qui n'aurait pas été précédé d'un avis positif du conseil de surveillance, lequel est subordonné à l'accord de la société Carrefour, emporterait immédiatement l'attribution à celle-ci de droits de vote double pour une partie de ses actions et en conséquence, la prise de contrôle de la société Hofidis II.

Elle a donc considéré qu'une offre publique visant les actions Hyparlo devait être déposée.

B L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposée par France Télécom sur Orange

Par décision du 13 décembre 2003, le Conseil des marchés financiers (CMF) avait déclaré recevable l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire aux termes de laquelle la société France Télécom s'était engagée à acquérir au prix unitaire de 9,50 euros, la totalité du reliquat des actions de sa filiale, la société Orange, et demandait qu'il soit procédé au retrait

obligatoire de ces actions dès la clôture de l'offre publique de retrait. Cette offre suivait l'offre publique d'échange simplifiée sur les actions de la société Orange, qui avait permis à la société France Télécom de détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote de celle-ci et qui contenait la précision selon laquelle France Télécom se réservait, en ce cas, la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

L'Association pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM) et neuf autres personnes physiques ont contesté la décision de recevabilité en ce que l'indemnité proposée aurait été injuste et inéquitable, qu'elle n'aurait pas été fixée en conformité avec les principes de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires et qu'elle ne procéderait pas d'une correcte application de la méthode multicritères.

Par arrêt du 6 avril 2004⁶⁰, la Cour d'appel de Paris a prononcé le rejet du recours et la Cour de cassation, par arrêt du 22 novembre 2005⁶¹, a rejeté le pourvoi.

La Cour de cassation a jugé que la Cour d'appel avait légalement justifié sa décision pour les raisons suivantes :

- la Cour d'appel a bien vérifié que les critères retenus pour l'évaluation des titres étaient conformes aux prévisions des textes⁶². De même, elle a bien constaté que leur mise en œuvre conduisait à une indemnisation juste et équitable des actionnaires minoritaires ;
- la Cour d'appel a retenu à bon droit que le CMF n'était pas lié dans l'exercice de son pouvoir par les seuls critères retenus par les évaluateurs. Il était fondé à relever qu'en l'espèce la valeur comptable constituait également une référence objective et pertinente. Il n'avait pas méconnu sa compétence en estimant que néanmoins, la prise en considération de cette valeur ne remettait pas en cause le prix proposé ;
- enfin, la Cour d'appel a répondu aux conclusions dont elle était saisie par une appréciation souveraine de la cohérence et de la pertinence des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre et des critères utilisés, qu'elle a contrôlés.

Un second pourvoi sur cette même affaire portait sur le visa du 17 novembre 2003 apposé par la COB sur la note d'information conjointe présentée par les deux sociétés. Il reproche à l'arrêt⁶³ de la Cour d'appel du même jour d'avoir considéré comme mal fondé le recours introduit par un actionnaire individuel. Cette procédure est toujours pendante devant la Cour de cassation.

⁶⁰ CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{er} Ch. H, RG n° 2003/19984, Rapport annuel AMF 2003, pages 86 à 88 et Rapport annuel AMF 2004, page 114.

⁶¹ Revue mensuelle AMF, n° 20 de décembre 2005.

⁶² Article L. 433-4 II du code monétaire et financier et article 5-7-1 du règlement général du CMF.

⁶³ CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{er} Ch. H, RG n° 2003/19927, Rapport annuel AMF 2003, pages 89 et 87 et Rapport annuel AMF 2004 page 114.

4 Les aspects comptables

L'année 2005 a été marquée, pour la plupart des émetteurs français et européens, par un changement radical, l'abandon pour l'établissement des comptes consolidés du référentiel comptable français au profit des normes comptables internationales en vertu du règlement européen n°1606/2002 dit « IAS 2005 ».

A L'accompagnement de la transition aux IFRS par l'AMF

La COB, puis l'AMF, se sont mobilisées depuis 2000 pour préparer cette évolution comptable majeure et sensibiliser, à la fois les émetteurs et le marché. En 2005, l'AMF a effectué des rappels tout en apportant un certain nombre de précisions sur les sujets suivants :

- la recommandation du CESR de décembre 2003 sur la transition aux IFRS, prévoyant une communication⁶⁴ progressive et en trois phases sur ce sujet ;
- les recommandations de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes sur les rapports des commissaires aux comptes sur la transition ;
- les conséquences sur le rapport sur le contrôle interne, les données intermédiaires publiées ainsi que les opérations nécessitant un prospectus d'information après le 1^{er} janvier 2005 (en distinguant la période avant et après le 1^{er} juillet 2005) ;
- l'utilisation de la norme IAS 39, de même que le cas des sociétés cotées non soumises à l'obligation de produire des comptes consolidés⁶⁵ ;
- les interactions existant entre le règlement européen no 1606/2002 « IAS 2005 » et le règlement européen no 809/2004 « prospectus »⁶⁶ ;
- une série de points relevés par l'AMF à l'occasion des premières communications sur la transition aux normes IFRS⁶⁷. Ces points concernent des traitements comptables qui ne paraissent pas conformes aux IFRS applicables ou des compléments d'information qui devraient être fournis par les émetteurs.

B L'évolution de la réglementation comptable

1 Les normes IFRS publiées en 2005

Respectant son engagement de publier, au plus tard au 31 mars 2004, l'ensemble des normes IFRS applicables en 2005 et formant la plate-forme

⁶⁴ Reprise par l'AMF en mars 2004.

⁶⁵ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005 pages 1 à 9.

⁶⁶ Revue mensuelle AMF, n° 15 de juin 2005 pages 33 à 38.

⁶⁷ Revue mensuelle AMF, n° 20 de décembre 2005 pages 65 à 74.

stable, l'IASB n'a pas émis de normes majeures en 2005 mais seulement des amendements aux textes existants, relativement mineurs.

a) L'amendement à IAS 39 modifiant la comptabilité de couverture

Il est courant de couvrir le risque de change sur les transactions internes prévues, par exemple le chiffre d'affaires ou les *royalties*, dès lors que l'entité de facturation et l'entité facturée utilisent des devises différentes. La couverture de ces transactions n'était pas possible avec la norme IAS 39 relative à la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers publiée en décembre 2003.

L'amendement à la norme IAS 39, publié le 14 avril 2005, permet désormais de couvrir le risque de change lié à une transaction intragroupe prévue, dans la mesure où celle-ci est hautement probable.

b) L'amendement à IAS 39 introduisant la nouvelle option juste valeur

L'option juste valeur contenue dans la norme IAS 39, dans sa version de décembre 2003, permettait la désignation irrévocable de tout instrument financier, lors de sa comptabilisation initiale, comme étant évalué à la juste valeur avec variation de juste valeur comptabilisée en résultat, et ce, afin de simplifier l'application de la norme dont les dispositions en matière de comptabilité de couverture sont parfois très contraignantes. Les superviseurs européens (banques, assurances et marchés financiers) ont craint une utilisation inappropriée de cette option, notamment en ce qu'elle permettait de comptabiliser un gain lié à la baisse de valeur de sa propre dette.

La révision inscrite dans l'amendement à IAS 39, daté du 16 juin 2005, vise à limiter l'utilisation de cette option à trois séries de circonstances particulières. La désignation de l'instrument financier devant être évalué à la juste valeur avec variation en résultat, doit être effectuée de façon irrévocable lors de la comptabilisation initiale, et doit permettre :

- de réduire significativement ou d'éliminer le déséquilibre comptable, c'est-à-dire l'incohérence dans l'évaluation ou la comptabilisation qui, sans cette option, serait apparue du fait de l'évaluation d'actifs ou de passifs ou de la comptabilisation de gains et pertes selon des bases différentes ;
- d'aligner le traitement comptable sur la gestion et la mesure de performance, lorsqu'un groupe d'actifs et de passifs financiers sont gérés et évalués à la juste valeur ;
- de simplifier la comptabilisation des instruments contenant un dérivé en évitant ainsi la nécessité de comptabiliser de façon séparée le contrat hôte du dérivé incorporé.

c) L'amendement à IFRS 1 concernant IFRS 6

La norme IFRS 1 relative à la première application des IFRS permettait de ne pas présenter de données comparatives au titre de 2004 lorsque la norme

IFRS 6 relative à l'exploration et l'évaluation des ressources minérales était appliquée en 2005.

L'amendement à IFRS 1 et aux bases de conclusion d'IFRS 6 du 30 juin 2005 clarifie les intentions de l'IASB concernant cette exemption fournie aux premiers adoptants en précisant, d'une part, que cette dernière ne concerne que l'année de première application (et n'a donc pas vocation à perdurer au-delà) et, d'autre part, que les règles nationales doivent être utilisées pour l'exercice présenté en comparatif.

d) La norme IFRS 7 relative à l'information à fournir sur les instruments financiers

Venant remplacer la norme IAS 30, qui traitait de l'information à fournir par les établissements de crédit sur les instruments financiers, ainsi que la partie d'IAS 32 relative à l'information à présenter au titre des instruments financiers, IFRS 7 est la seule véritable norme publiée par l'IASB en 2005. La thématique des instruments financiers est ainsi couverte principalement par trois normes, IAS 39 pour leur comptabilisation et leur évaluation, IAS 32 pour leur présentation et IFRS 7 pour les informations à fournir en annexe.

L'objectif poursuivi par ce nouveau texte, qui n'est pas limité aux établissements de crédit mais touche toutes les entités, est de permettre au lecteur des états financiers de cerner l'importance des instruments financiers dans l'appréciation de la position financière d'une entité et de sa performance. L'étendue de l'information à présenter sera d'autant plus importante que l'entité a recours à ces instruments et se trouve exposée aux risques.

Tout en reprenant les dispositions exigées par IAS 32, IFRS 7 en ajoute quelques-unes supplémentaires. Une information quantitative et qualitative sur l'exposition aux risques liés aux instruments financiers doit comprendre les points suivants :

- une information minimum sur les risques de crédit, de liquidité et de marché ;
- une information qualitative sur la description des objectifs poursuivis par la direction, des politiques en place et des processus de gestion des risques ;
- une information quantitative relative à l'étendue de l'exposition aux risques et qui trouve sa source dans la documentation utilisée en interne par la direction.

La norme, dont l'application sera obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2007, contient également un guide d'application et un guide de mise en œuvre.

e) L'amendement à IAS 1 sur les informations sur le capital

Publié le 18 août 2005, l'amendement à IAS 1 sur la présentation des états financiers prescrit une liste d'informations à fournir sur le capital. Il impose, notamment, à toutes les entités de communiquer sur leurs objectifs, politiques et processus de gestion du capital. Ainsi, elles doivent préciser ce qu'elles

considèrent comme étant du capital (par exemple, l'addition des postes capital, primes, intérêts minoritaires, réserves, tout en excluant le poste relatif à la couverture des flux de trésorerie qui est présenté en capitaux propres, mais en incluant certaines dettes subordonnées qui n'y figureraient pas), leurs objectifs de continuité d'exploitation ou de distribution de dividendes, d'ajustement de la distribution des dividendes, d'émission de nouveaux titres, de vente d'actifs pour réduire la dette, etc.

En plus de ces informations qualitatives, des données quantitatives concernant le capital doivent être présentées. S'il est fait usage d'un ratio « dettes sur fonds propres », par exemple, il convient de le préciser et d'en expliciter le numérateur (composé, par exemple, des dettes après déduction de la trésorerie et équivalents) et le dénominateur. Mention doit également être faite d'une conformité à d'éventuelles dispositions réglementaires comme, par exemple, aux ratios prudentiels pour un établissement de crédit, sans pour autant avoir l'obligation de publier ces derniers. En cas de non-conformité à ces dispositions, l'émetteur doit signaler les conséquences et notamment les actions correctrices (par exemple, une vente d'un portefeuille de titres).

Ces informations permettent de mettre en évidence les facteurs importants à considérer par les utilisateurs pour leur permettre d'apprécier le profil de risque de l'entité et sa capacité à surmonter des événements défavorables inattendus.

f) L'amendement à IAS 39 et à IFRS 4

Contrats d'assurance relatif aux contrats de garantie financière

Les contrats de garantie financière étaient, avant parution de cet amendement, dans le champ de la norme IFRS 4 relative aux contrats d'assurance. L'amendement a pour objectif de s'assurer que les émetteurs de contrats de garantie financière reconnaissent les passifs financiers correspondants. Il définit un contrat de garantie financière comme un contrat imposant au garant d'effectuer des paiements spécifiques pour rembourser son bénéficiaire en cas de pertes encourues si un débiteur particulier fait défaut. Le contrat peut prendre diverses formes telles que, par exemple, la garantie, la lettre de crédit ou l'assurance crédit. L'amendement précise également le traitement comptable de ces contrats. Les contrats qui ne répondent pas à cette définition, tels que les dérivés de crédit, restent dans le champ d'IAS 39 et doivent être comptabilisés en conséquence.

g) Communiqué de l'IASB sur le contrôle de fait

En octobre 2005, l'IASB a estimé qu'une entité pouvait en contrôler une autre en l'absence de tout accord formel qui conférerait la majorité des droits de vote (par exemple, si l'actionnariat restant est dispersé et n'est pas organisé de façon à former un groupe rassemblant un nombre de droits de vote supérieurs à celui de ladite entité), notion parfois qualifiée de « contrôle de fait ». L'IASB reconnaît néanmoins que l'application de ce concept fait appel au jugement et que les critères de la norme IAS 27 auraient pu être plus précis sur ce sujet, cette imprécision conduisant potentiellement à des divergences de pratiques, elles-mêmes influencées par la réglementation comptable antérieurement en

vigueur. L'IASB conduit des travaux de révision de cet aspect du contrôle dans le cadre de son projet relatif à la consolidation⁶⁸.

h) L'amendement à la norme IAS 21

L'amendement à la norme IAS 21 a été publié le 15 décembre 2005. Il est d'application obligatoire à partir du 1^{er} janvier 2006. Cet amendement permet de qualifier le risque de change d'une transaction intragroupe future hautement probable comme élément couvert dans les comptes consolidés dès lors que, d'une part, la transaction est libellée dans une devise autre que la devise fonctionnelle de l'entité qui la réalise et, d'autre part, le risque de change affecte le résultat consolidé. Les résultats de couverture sont recyclés des capitaux propres vers le résultat lorsque la transaction intragroupe couverte affecte le résultat, par exemple au moment de la vente d'un stock à l'extérieur d'un groupe (dont la devise de fonctionnement est l'euro), et non pas au moment où la transaction intragroupe intervient, c'est-à-dire lorsque la filiale 1 (dollar) transfère ce stock à la filiale 2 (yen) dans notre exemple.

2 Les interprétations IFRS publiées en 2005

a) Retrait d'IFRIC 3 sur les droits d'émission de CO₂

L'Europe s'apprêtait au courant de l'été 2005 à rejeter l'interprétation IFRIC 3 relative à la comptabilisation des droits d'émission de CO₂ du fait du déséquilibre comptable qu'elle met en évidence. En effet, ces droits sont des actifs incorporels évalués initialement à leur juste valeur ; à la clôture, l'émetteur a le choix de les comptabiliser à leur coût ou à leur valeur réévaluée, et dans ce dernier cas, l'écart de réévaluation doit être constaté en capitaux propres. Par ailleurs, en contrepartie de la constatation de ces droits à l'actif figure, au passif, un produit différé, représentatif d'une subvention reçue par l'entreprise ; ce passif est ensuite diminué des émissions réelles de CO₂ qui sont provisionnées au titre de l'obligation de l'entité de restituer des droits d'émissions à hauteur des émissions réelles. Mais ce dernier passif doit être évalué à la juste valeur avec variation en résultat, générant ainsi le déséquilibre comptable par rapport à l'actif (coût historique ou réévaluation par capitaux propres, comme rappelé ci-avant).

C'est la raison pour laquelle l'IASB a retiré cette interprétation en juillet 2005, tout en réaffirmant, néanmoins, qu'elle constituait une bonne application des textes IFRS actuels, et l'a mise à son ordre du jour dans le cadre de la révision de la norme IAS 20 relative à la comptabilisation des subventions.

b) IFRIC 6 : passifs liés à la participation à un marché spécifique – Déchets générés par les équipements électriques et électroniques

Cette interprétation, applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} décembre 2005, a été prise le 1^{er} septembre 2005 dans le cadre de la

⁶⁸ Voir *infra*, page 138.

directive sur la gestion des déchets générés par des équipements électriques et électroniques et vendus au public avant le 13 août 2005. IFRIC 6 précise la date à laquelle les producteurs doivent comptabiliser un passif lié au coût de collecte et de gestion des déchets. L'événement déclencheur de l'obligation est la présence du producteur sur le marché durant la période d'évaluation, et non pas la date de production de l'équipement ou sa vente, et c'est la part de marché déterminée pour l'allocation des coûts de gestion des déchets qui génère l'obligation et donc le passif.

c) IFRIC 7 : application de la méthode rétrospective selon IAS 29 relative à l'information dans les économies hyperinflationnistes

La norme IAS 29 impose des procédures de retraitement des états financiers lorsque la monnaie fonctionnelle d'une entité est soumise à l'hyperinflation. L'interprétation IFRIC 7, prise le 24 novembre 2005, indique qu'il convient d'appliquer IAS 29 comme si l'économie avait toujours été inflationniste et précise la manière dont les données comparatives et les impôts différés présents à l'ouverture de la première période présentée doivent être retraités.

d) Communiqué de l'IFRIC de novembre 2005 sur les concessions

La comptabilisation des contrats de concession est un sujet délicat car les émetteurs n'ont pas une vision claire des IFRS applicables. À ce stade, seuls des projets d'interprétation (D12, D13 et D14) ont été publiés en mars 2005, ce qui a conduit certains à s'interroger sur la possibilité de ne pas appliquer les IFRS à ces contrats et de poursuivre ainsi les pratiques comptables antérieurement suivies tant que les interprétations n'étaient pas finalisées.

En novembre 2005, l'IFRIC a confirmé que les concessions ne sont pas hors du champ d'application des IFRS et qu'il n'existe pas d'exemption d'application des normes pour les concessionnaires (contrairement aux activités assurance et exploration minière explicitement exclues de certaines normes). Un modèle général resituant l'ensemble des contrats de concession dans le cadre des IFRS, et non pas uniquement les contrats de concession visés par les projets D12 à D14, a été publié sous la forme d'un résumé des décisions prises et d'un arbre de décision faisant ressortir les trois situations économiques possibles : l'opérateur est propriétaire de l'infrastructure (modèle corporel avec notamment l'application d'IAS 16 relative aux immobilisations corporelles), locataire de celle-ci (application notamment de la norme IAS 17 relative aux contrats de location) ou fournisseur de services (qui reprend les modèles décrits dans les projets D12 à D14).

La principale information présentée dans ce communiqué est la confirmation que les méthodes comptables suivies pour la comptabilisation des contrats de concession à la clôture, y compris si elles sont héritées des pratiques comptables antérieurement adoptées en règles françaises, par exemple, doivent être confrontées à la hiérarchie des textes définie par la norme IAS 8 relative au choix des méthodes comptables, pour être conformes aux IFRS.

e) IFRIC 8 : champ d'application d'IFRS 2

L'interprétation IFRIC 8, publiée le 12 janvier 2006, précise la manière de comptabiliser un accord prévoyant un paiement en actions par une entité alors que celle-ci n'en attend pas, apparemment, de contrepartie ou que cette contrepartie ne semble pas équivalente. IFRIC 8 indique que, si la contrepartie identifiable donnée apparaît comme étant inférieure à la juste valeur du paiement en actions (sous forme d'instruments de capitaux propres ou de dettes), cette situation révèle en fait qu'une contrepartie autre (pas nécessairement identifiable de façon précise) a été ou sera reçue et, qu'à ce titre, le paiement en actions est une transaction qui doit être comptabilisée conformément à IFRS 2. Cette norme énonce les principes de comptabilisation et d'évaluation se rapportant à trois types de transactions :

- les transactions dont le paiement est fondé sur des actions et par lesquelles l'entité reçoit des biens ou services en contrepartie d'instruments de capitaux propres de l'entité ;
- des transactions dont le paiement est fondé sur des actions et qui sont réglées en trésorerie, par lesquelles l'entité acquiert des biens ou services en encourant des passifs dont le montant est fondé sur la valeur des actions de l'entité ou de tout autre instrument de capitaux propres de l'entité ;
- et des transactions par lesquelles l'entité reçoit ou acquiert des biens ou services et dont les caractéristiques de l'accord laissent soit à l'entité, soit au fournisseur de ces biens ou services, le choix entre un règlement de la transaction en trésorerie ou par émission d'instruments de capitaux propres.

Enfin, IFRIC 8 précise que la partie non identifiable doit être évaluée à hauteur de la différence entre la juste valeur du paiement en actions et celle de la partie identifiable reçue.

3 Les projets de l'IASB et de l'IFRIC

Les principaux projets de normes et d'interprétations en cours à l'IASB, qui vont constituer l'actualité de 2006, sont les suivants :

	2005	2006	2007
Projets conjoints avec le FASB			
Regroupements d'entreprises (phase II)	Projets ⁶⁹	Normes	
IAS 12 Impôts sur les résultats		Projet	
Information sectorielle		Projet ⁷⁰	
Coûts d'emprunt		Projet	
Présentation de la performance :			
– partie A		Projet	
– partie B		Avant projet	
Reconnaissance du revenu		Avant projet	
Cadre conceptuel – objectifs		Avant projet	
Autres projets			
IAS 32 Engagements de rachat à la juste valeur		Projet	
Amendement d'IFRS 2 sur les paiements en actions		Projet	
Consolidation		Projet	
Norme petites et moyennes entreprises		Projet	Norme
Évaluation à la juste valeur		Projet	
Droits d'émission :			
– modification d'IAS 20 sur les subventions		Projet	
– droits d'émission		Projet	
Contrats d'assurance phase II		Avant projet	
Programme de recherche			
Rapport de gestion	Avant projet ⁷¹		
Objectifs de l'évaluation	Avant projet ⁷²		
Contrats de location		Avant projet	
Interprétations en cours à l'IFRIC			
Concessions	D12-D14 ⁷³	Interprétation	
Revue des dérivés incorporés	D15 ⁷⁴	Interprétation	
Transactions en actions propres au niveau d'un groupe	D 17 ⁷⁵	Interprétation	
Interaction entre IAS 34 (intérim) et IAS 36-39 (<i>impairment</i>)	D 18 ⁷⁶	Interprétation	

Source : AMF

⁶⁹ Les projets d'amendements d'IFRS3 sur les regroupements d'entreprises et les modifications corrélatives d'IAS 27 sur la consolidation des filiales, d'IAS 37 sur les provisions et d'IAS 19 sur les avantages aux salariés ont été publiés en juillet 2005.

⁷⁰ Le projet relatif à l'information sectorielle a été publié en janvier 2006.

⁷¹ L'avant projet (*Discussion Paper*) a été publié en octobre 2005.

⁷² L'avant projet (*Discussion Paper*) a été publié en novembre 2005.

⁷³ Ces projets ont été publiés en mars 2005.

⁷⁴ Ce projet a été publié en avril 2005.

⁷⁵ Ce projet a été publié en mai 2005.

⁷⁶ Ce projet a été publié en janvier 2006.

C L'état des lieux des normes IFRS approuvées par la Commission européenne

Pour devenir une norme obligatoirement applicable en Europe, tout texte publié par l'IASB, sous forme de norme ou d'interprétation, doit être adopté officiellement par la Commission européenne et publié au Journal officiel de l'Union européenne.

L'EFRAG, qui est le comité technique chargé de conseiller le Comité de la réglementation comptable (ARC) et la Commission européenne, pour l'adoption des IFRS, met à jour et publie sur son site un état du processus d'adoption. Le dernier en date est reproduit ci-après.

Documents de l'IASB non encore adoptés

	L'EFRAG a-t-il émis un avis d'adoption favorable ?	L'ARC a-t-il voté sur cette base ?	Quand l'adoption est-elle attendue ? ⁷⁷
NORMES			
INTERPRÉTATIONS			
IFRIC 7 Application de la méthode rétrospective selon IAS 29 relative à l'information dans les économies hyperinflationnistes	✓ (Le 14 janvier)	× Vote de l'ARC prévu en février 2006	Printemps 2006
IFRIC 8 Champ d'application d'IFRS 2	× EFRAG doit émettre son avis en mars 2006	× Vote de l'ARC prévu en mai 2006	Été 2006
AMENDEMENTS			
Amendements à IAS 21	× EFRAG doit émettre son avis en février 2006	× Vote de l'ARC prévu en février 2006	Printemps 2006

Source : AMF

⁷⁷ L'information présentée dans la colonne « Quand l'adoption est-elle attendue ? » correspond à la meilleure estimation de l'EFRAG de la date la plus lointaine d'adoption. Cette information est fournie à titre indicatif mais ne constitue qu'une estimation ; bien que l'adoption ne doive pas intervenir beaucoup plus tardivement qu'indiqué, elle peut intervenir plus tôt.

Documents de l'IASB adoptés

Ces documents, ainsi que la date de leur adoption et publication au Journal officiel de l'Union européenne, sont les suivants :

	Date d'adoption	Date de publication ⁷⁸
IFRS 7 relative à l'information à fournir sur les instruments financiers	11 janvier 2006	27 janvier 2006
IFRIC 6 Passifs liés à la participation à un marché spécifique – Déchets générés par les équipements électriques et électroniques	11 janvier 2006	27 janvier 2006
L'amendement à IFRS 1 concernant IFRS 6	11 janvier 2006	27 janvier 2006
L'amendement à IAS 39 et à IFRS 4 Contrats d'assurance relatif aux contrats de garantie financière	11 janvier 2006	27 janvier 2006
L'amendement à IAS 1 sur les informations sur le capital	11 janvier 2006	27 janvier 2006
L'amendement à IAS 39 modifiant la comptabilité de couverture	21 décembre 2005	22 décembre 2005
L'amendement à IAS 39 introduisant la nouvelle option juste valeur	15 novembre 2005	16 novembre 2005
IFRIC 5 Droits aux intérêts émanant de fonds de gestion dédiés au démantèlement, à la remise en état et à la réhabilitation de l'environnement	8 novembre 2005	24 novembre 2005
IFRIC 4 Déterminer si un accord contient un contrat de location	8 novembre 2005	24 novembre 2005
Amendements à IAS 19 Avantages du personnel – écarts actuariels, régimes de groupe et informations à fournir	8 novembre 2005	24 novembre 2005
IFRS 6 Prospection et évaluation de ressources minérales	8 novembre 2005	24 novembre 2005
Amendement à IAS 39 Instruments financiers : Comptabilisation et évaluation – Transition et comptabilisation initiale d'actifs financiers et de passifs financiers	25 octobre 2005	26 octobre 2006
Amendement à SIC12	25 octobre 2005	26 octobre 2006
IFRIC 2 Parts sociales des entités coopératives et instruments similaires	7 juillet 2005	8 juillet 2005
IFRS 2 Paiement fondé sur des actions	4 février 2005	11 février 2005
Amendements à IAS 1, 2, 8, 10, 16, 17, 21, 24, 27, 28, 31, 33 et 40	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IAS 32 Instruments financiers : Information et présentation	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IFRIC 1 Variation des passifs existants relatifs au démantèlement, à la remise en état et similaires	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IFRS 5 Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IFRS 4 Contrats d'assurance	29 décembre 2004	31 décembre 2004
Amendements à IAS 36 et 38	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IFRS 3 Regroupements d'entreprises	29 décembre 2004	31 décembre 2004
IAS 39 : Instruments financiers : comptabilisation et évaluation	19 novembre 2004	9 décembre 2004
IFRS 1 Première application des IFRS	6 avril 2004	6 avril 2004
Normes et interprétations existant au 1 ^{er} mars 2002 autres que IAS 32 et 39	29 septembre 2003	13 octobre 2003

Source : AMF

⁷⁸ Les règlements et amendements aux règlements entrent légalement en vigueur 3 jours après leur date de publication au Journal officiel. La Commission a annoncé que, si le document de l'IASB est adopté et publié après la date de clôture mais avant la signature des états financiers, il peut être considéré comme adopté pour ces états financiers si l'application avant la date d'adoption est permise à la fois par le règlement endossant le document et le document de l'IASB.

5 Le rapport de l'AMF sur les agences de notation

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a confié à l'AMF le soin de « publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers »⁷⁹.

L'AMF a publié, le 31 janvier 2006, son deuxième rapport⁸⁰ sur les agences de notation. Celui-ci fait le point sur les principales évolutions en 2005 du contexte dans lequel les agences de notation opèrent.

La situation internationale a, en effet, évolué avec la définition par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) des « Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation de crédit », publiés en décembre 2004.

Sur ce point, l'AMF a pu constater que le degré d'adhésion des agences de notation au code de l'OICV était élevé, ces dernières ayant repris quasiment *in extenso* la plupart des recommandations. Toutefois, des clarifications demeurent nécessaires sur certains points, par exemple sur la nature juridique de l'engagement des agences en termes d'application de leur propre code, sur l'information sur les divergences avec le code de l'OICV et sur la définition des services annexes ou encore la notation non sollicitée. Au cours des prochains exercices, les sujets de la transparence, de la gestion des conflits d'intérêts et du degré d'adhésion au code de bonne conduite de l'OICV devraient donc continuer de faire l'objet d'un examen attentif par les régulateurs. Les travaux récents de la Commission européenne et du CESR devraient, en outre, permettre de fournir prochainement un cadre unique au niveau européen pour s'assurer du respect des principes de l'OICV.

Parallèlement à ce rapport, l'AMF a publié également deux études, l'une sur la notation en matière de titrisation, l'autre sur l'impact de la notation.

Le précédent rapport annuel de l'AMF, publié en 2004, rappelait que l'activité de notation relative aux financements structurés avait quadruplé entre 1998 et 2003, toutes agences confondues (+ 320 %). En 2004, la part de cette activité se situait entre 37 % et 47 % du chiffre d'affaires global des trois principales agences. L'AMF a donc souhaité, ainsi qu'elle l'avait annoncé, analyser les caractéristiques de la notation dans ce domaine.

Cette analyse l'a conduite à constater des différences fondamentales entre la notation de ce type de produits et la notation des entreprises, qu'il s'agisse de la nature de l'intervention de l'agence, de son rôle dans la structuration de la transaction, de l'hétérogénéité et la variabilité des méthodes d'analyse du risque de défaut ou encore des risques particuliers de nature juridique.

⁷⁹ Article L. 544-4 du code monétaire et financier.

⁸⁰ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006.

Le cumul de fonctions par les arrangeurs, la concentration du marché, au niveau des agences comme des conseils juridiques, et la difficulté à organiser des appréciations contradictoires, du fait de l'attribution d'une note unique sur beaucoup de produits les plus complexes, sont autant de risques supplémentaires à prendre en compte.

Comme prévu également, l'AMF a pu conforter ses analyses par des études spécialement réalisées en 2004 et 2005 par les équipes de recherche d'Ixis CIB pour le compte du Conseil scientifique de l'AMF et portant sur l'impact des notations dans les marchés. L'ampleur des changements de note et leur effet non négligeable sur la valeur sous-jacents, tels que les études l'ont clairement identifié pour les produits titrisés, montrent qu'à la différence des autres produits obligataires, le domaine des financements structurés se caractérise par des asymétries d'information au bénéfice des arrangeurs et des agences, qui sont inhérentes à la complexité et à la diversité mêmes des montages proposés. Il apparaît en conséquence que, dans ce domaine encore peu stabilisé, les gestionnaires de fonds doivent demeurer attentifs aux particularités méthodologiques, structurelles et juridiques des produits offerts et doivent entourer leurs choix d'investissement d'analyses complémentaires à la simple lecture des notes attribuées par les agences.

Du fait de la croissance extrêmement rapide, encore constatée en 2005, de l'activité de titrisation, de la complexité et de l'innovation constantes qui caractérisent ces produits, certaines des problématiques précédemment évoquées feront certainement l'objet de nouveaux approfondissements dans le prochain rapport de l'AMF. En parallèle il est également prévu en 2006 d'ouvrir de nouveaux chantiers de réflexion, en particulier celui de la notation des OPCVM.

CHAPITRE 4

Les prestataires de services d'investissement, les produits d'épargne et les infrastructures de marché

- 148 **1** Les principales évolutions réglementaires
- 168 **2** Les prestataires de services d'investissement
- 175 **3** Les OPCVM
- 198 **4** L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)
- 200 **5** L'évolution des autres véhicules
- 202 **6** L'agrément des associations professionnelles de conseillers en investissements financiers
- 204 **7** Le fichier des démarcheurs bancaires ou financiers
- 204 **8** L'évolution des infrastructures de marché

L'Autorité des marchés financiers réglemente et contrôle l'exercice des services d'investissement et le conseil en investissements financiers. Elle édicte les règles de bonne conduite des prestataires de services d'investissement (PSI) et des conseillers en investissements financiers et en surveille la bonne application.

L'AMF agréé les sociétés de gestion et approuve le programme d'activité des autres PSI lorsqu'il est relatif au service de gestion pour compte de tiers. L'exercice des autres services d'investissement est soumis à l'agrément du CECEI après avis de l'AMF. La liste des services d'investissement est fixée à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier. Il s'agit de la réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille pour compte de tiers, la prise ferme et le placement.

Par ailleurs, l'AMF définit les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés (entreprise de marché, règlement-livraison, dépositaire central, chambre de compensation).

Enfin, elle agréé les OPCVM et autres produits d'épargne collective qu'elle surveille pendant leur durée de vie, en vérifiant notamment la qualité de l'information diffusée.

Protéger les investisseurs tout en permettant à l'industrie des services financiers de se développer est le défi auquel est confrontée l'AMF. À cet égard, 2005 a représenté une nouvelle année d'intense activité réglementaire dans le domaine de la gestion, motivée par :

- la mise en œuvre effective des derniers chantiers initiés par la loi de sécurité financière¹ tels que l'encadrement de la profession de conseiller en investissements financiers, les améliorations apportées au statut des fonds communs de créances (FCC), les conditions d'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM et les modalités selon lesquelles les sociétés de gestion en rendent compte ainsi que la finalisation du régime des OPCVM à règles d'investissement allégées (OPCVM ARIA) ;*
- le passage au nouveau format « prospectus simplifié/note détaillée » défini par la directive OPCVM² ;*
- la poursuite des travaux engagés sur les OPCI (organismes de placement collectif dans l'immobilier) ;*

¹ Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003.

² Directive 85/611/CE modifiée.

– la prise en compte de l'activité de trois groupes de travail de place visant à moderniser des règles devenues obsolètes principalement en raison des évolutions des techniques de gestion financière, en ce qui concerne les dépositaires, le contrôle interne et le calcul du ratio d'engagement³.

Par ailleurs, la volonté de l'AMF de répondre aux demandes des professionnels relatives à l'interprétation des textes en vigueur l'a conduite à diffuser plus largement sa doctrine.

Cette adaptation permanente du cadre réglementaire accompagne le dynamisme de l'industrie de la gestion française, illustré, à nouveau en 2005, par une très forte croissance :

- les encours bruts des OPCVM à vocation générale⁴ s'élevaient à 1 066 milliards d'euros au 31 décembre 2005, soit une augmentation de 13,8 % ;
- le nombre de ces OPCVM a légèrement diminué, à 7 073, fin décembre 2005 alors que le nombre de créations a continué de progresser (816) ;
- le nombre de sociétés de gestion était quasi stable à 486 unités, avec toutefois un nombre élevé en 2005 de créations, de transformations et de retraits d'agréments, témoins des restructurations continues que connaît l'industrie de la gestion d'actifs.

Tableau 1

	LES DÉCISIONS	2005
Prestataires de services d'investissement*	Approbation de programme d'activité gestion	2
	Refus d'approbation de programme d'activité	N/A
	Avis de programme d'activité dont :	36
	Service de tenue de compte-conservation	11
	Services d'investissement autres que gestion	25
	Usage du passeport européen dans un autre État de l'Espace économique européen	
	Libre établissement	11
	Libre prestation de services	116
	Usage du passeport européen en France	
	Libre établissement	8
	Libre prestation de services	132

*autres que sociétés de gestion.

Source : AMF

³ Le ratio d'engagement permet de limiter la contribution des instruments financiers à terme et des cessions et acquisitions temporaires de titres au profil de risque de l'OPCVM. Il est défini à l'article R. 2114-12 III du code monétaire et financier.

⁴ Hors OPCVM nourriciers.

Tableau 2

LES DÉCISIONS		2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sociétés de gestion de portefeuille/OPCVM	Agréments de société de gestion dont :	62	59	36	33	68	37
	Sociétés de gestion de portefeuille	58	56	33	30	68	37
	Sociétés de gestion d'OPCVM	4	3	3	3	0	0
	Usage du passeport européen dans un autre État de l'Espace économique européen						
	Libre établissement					1	4
	Libre prestation de services					47	23
	Usage du passeport européen en France						
	Libre établissement					0	0
	Libre prestation de services					15	11
	OPCVM agréés dont :	1267	1354	1204	1033	937	1074
	SICAV	112	44	27	28	13	19
	FCP à vocation générale	843	967	826	697	689	797
	FCPR	54	35	37	34	51	41
	FCPE	255	303	312	272	174	214
	FCIMT	3	5	2	2	10	3
	OPCVM à procédure allégée déclarés	261	213	189	177	149	0
	OPCVM contractuels déclarés	0	0	0	0	0	26
	Nombre d'agréments de transformation d'OPCVM	2104	1797	2586	3792	6745	7700
	Nombre d'autorisations pour les OPCVM européens *	609	503 **	461	402	254	
Autres véhicules d'investissement	Nombre de visas de FCC & compartiments	4	8	7	6	6	
	Nombre de visas de SCPI dont :	14	12	10	45	31	37
	Ouvertures au public	2	1	1	2	8	6
	Augmentations de capital	4	-	0	0	10	11
	Changements de prix, mises à jour de notes d'information	8	11	9	43	13	20
	Nombre de visas de SOFICA dont :	8	9	6	10	18	29
	Constitutions	5	6	4	10	11	12
	Augmentations de capital	3	3	2	0	7	17***
	Nombre de visas de SOFIPÊCHE dont :	8	7	4	4	8	2
	Constitutions	7	7	4	4	8	2
	Augmentations de capital	1	-	0	0	0	0

Source : AMF

* ou compartiments.

** chiffre modifié.

*** Dont 14 visas complémentaires.

1 Les principales évolutions réglementaires

A Les évolutions de la réglementation en 2005

1 Les produits d'épargne

a) L'exclusion des OPCVM du régime de l'appel public à l'épargne

La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a redéfini le régime de l'appel public à l'épargne en procédant à une réécriture complète de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. Cette nouvelle rédaction exclut désormais formellement les OPCVM du régime de l'appel public à l'épargne⁵, consacrant ainsi l'analyse juridique retenue jusqu'alors sur le fondement des directives européennes.

Cette clarification a conduit l'AMF à confirmer :

- qu'il n'est pas nécessaire de publier au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) les avis de convocation aux assemblées générales d'actionnaires des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ; toutefois, la publication de ces avis dans un journal habilité à recevoir des annonces légales dans le département du siège social de la SICAV reste obligatoire, conformément à l'article 124 du décret du 23 mars 1967 ;
- que les avis de constitution des SICAV doivent désormais être publiés dans un journal habilité à recevoir des annonces légales dans le département du siège social de la SICAV et non plus au BALO⁶ ;
- que le délai d'opposition des créanciers d'une SICAV à la fusion court désormais à compter de la publication de l'avis de fusion dans un journal habilité à recevoir des annonces légales dans le département du siège social de la SICAV et non plus au BALO⁷.
- que les SICAV ne sont plus soumises à l'obligation d'établir de rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, la loi du 26 juillet 2005 limitant désormais cette obligation aux seules sociétés faisant appel public à l'épargne⁸.

⁵ L'article L. 411-2 du code monétaire et financier dispose désormais que « ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne l'admission aux négociations sur un marché réglementé, l'émission ou la cession d'instruments financiers : (...) 4° Émis par un organisme mentionné au 1 du I de l'article L. 214-1. ».

⁶ Le règlement général en son article 411-21 et l'article 10 de l'instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005 relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France sont modifiés en ce sens.

⁷ Homologation, le 18 janvier 2006 par le ministre de l'Économie, de la modification en ce sens de l'article 411-21 du règlement général de l'AMF.

⁸ Sont désormais sans objet les recommandations, rendues publiques par l'AMF le 25 mai 2004, visant notamment à encourager les fonds communs de placement à faire référence au rapport établi par leur société de gestion et les sociétés de gestion de portefeuille non constituées sous forme de société anonyme à établir un rapport similaire, afin que tous les porteurs d'OPCVM puissent avoir accès à une information comparable.

b) Le passage au prospectus des OPCVM à vocation générale

1) La mise en place de procédures et l'allongement des délais

L'avis du CESR relatif aux dispositions transitoires de la directive OPCVM⁹ prévoyait que les OPCVM coordonnés devaient disposer d'un prospectus simplifié et d'un prospectus complet au plus tard le 30 septembre 2005. Dans le but d'assurer une homogénéité des conditions d'information des souscripteurs en France, cette exigence a été étendue par l'AMF à l'ensemble des OPCVM de droit français.

Afin d'organiser le passage au prospectus de l'ensemble des OPCVM à vocation générale, l'AMF a mis en place, en concertation avec les professionnels, une procédure particulière de validation de ces prospectus¹⁰.

Le dispositif comporte différents aspects permettant :

- un basculement échelonné et progressif des OPCVM vers le prospectus complet afin d'éviter l'engorgement des sociétés de gestion ou du régulateur à l'approche des dates butoir ;
- la mise en place, au sein des sociétés de gestion, d'une organisation et de procédures permettant de garantir le respect de ce calendrier et la conformité des prospectus avec la réglementation ;
- une procédure adaptée aux besoins des sociétés de gestion et à la nature des produits :
 - les sociétés devant établir un nombre important de prospectus complets peuvent, sous certaines conditions, établir certains prospectus dans le cadre de la mise en place d'une procédure déclarative soumise à un contrôle *a posteriori* de l'AMF ;
 - les autres sociétés de gestion établissent les prospectus complets dans le cadre d'un contrôle *a priori* de l'AMF.

Par exception, pour les OPCVM dédiés à 20 porteurs au plus ou à une catégorie d'investisseurs¹¹, le passage au prospectus s'effectue selon la procédure déclarative, soumise à un contrôle *a posteriori* de l'AMF.

Grâce aux efforts conjugués de l'AMF et des sociétés de gestion, 54 % des OPCVM étaient passés au prospectus au 31 décembre 2005.

La prochaine échéance était fixée au 30 avril 2006, date à laquelle les autres OPCVM¹² devaient disposer d'un prospectus complet.

2) La simplification et la lisibilité de l'information

Lors de l'examen des dossiers de passage au prospectus, des divergences entre l'esprit du prospectus simplifié et sa mise en œuvre ont été identifiées. L'AMF

⁹ Directive 85/611/CE modifiée.

¹⁰ Revue mensuelle AMF, n° 9 décembre 2004.

¹¹ Au sens de l'article 411-12 du règlement général de l'AMF.

¹² Rapport annuel 2004, page 135.

a rappelé aux sociétés de gestion les principes de ce nouveau prospectus¹³. Les divergences constatées portaient notamment sur la complexité des rédactions retenues dans le prospectus simplifié, en comparaison avec celle de la note détaillée. En effet, le prospectus simplifié a pour vocation de donner les renseignements essentiels sur l'OPCVM. Il doit informer de manière transparente et claire afin de permettre à l'investisseur de prendre une décision sur son investissement en toute connaissance de cause. Pour les fonds destinés au public, l'utilisation de termes techniques est évitée ou, lorsque leur emploi est nécessaire, ces termes sont expliqués. Il comporte une présentation brève, claire et attractive des principales caractéristiques de l'OPCVM, l'objectif étant à la fois d'encourager et de faciliter sa lecture. Il ne doit pas induire en erreur, notamment en omettant des renseignements nécessaires à l'investisseur pour opérer son choix.

3) *L'introduction du prospectus simplifié sous format libre*

L'instruction n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF a fait l'objet d'une modification en juin 2005 afin d'introduire la notion de prospectus simplifié au format libre.

Ce format de prospectus, réservé aux OPCVM ouverts à tous souscripteurs, est proposé aux OPCVM dont la stratégie d'investissement est simple et le profil de risque stable et facilement compréhensible par un investisseur profane.

Le format de rédaction est libre dès lors qu'il intègre toutes les informations requises au sein d'un prospectus simplifié. Cette possibilité offerte aux sociétés de gestion n'a été utilisée à ce jour que par une société de gestion, malgré le potentiel de simplification de l'information qu'elle représente.

c) **La possibilité pour un OPCVM de recourir à un *prime broker***

La mise en œuvre de certaines stratégies de gestion alternative nécessite le recours à un *prime broker* qui permet aux OPCVM de mettre en œuvre leurs stratégies en les finançant, notamment par le biais de prêts de titres et d'espèces, en échange d'une garantie constituée sur les actifs du fonds. Cette garantie peut prendre la forme d'une sûreté réelle ou d'une remise en pleine propriété au profit du *prime broker*.

La fonction de *prime broker* ne se traduit pas en France par un statut spécifique, mais par l'exercice d'un ensemble d'activités réglementées, parmi lesquelles :

- l'activité de négociateur (*broker*) et de contrepartie de contrats constituant des instruments financiers à terme ;
- l'activité de compensateur ;
- l'activité de teneur de compte conservateur.

¹³ Communiqué de presse en date du 1^{er} février 2005 consultable sur le site internet.

La possibilité pour un OPCVM de droit français de recourir à un *prime broker* a nécessité que soient clarifiées au préalable :

- les modalités d'articulation des fonctions entre le dépositaire de l'OPCVM, responsable de la conservation des actifs de l'OPCVM et du contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion, et le *prime broker*. L'approche retenue a privilégié la définition contractuelle de leurs responsabilités respectives, sans remise en cause des missions du dépositaire telles que définies par la loi¹⁴ ; en particulier :
 - l'existence d'un mandat de conservation entre le dépositaire et le *prime broker* ne doit pas remettre en cause l'unicité du dépositaire ni la responsabilité du dépositaire pour ce qui concerne la conservation de tous les actifs d'un OPCVM donné,
 - le dépositaire exerce une mission de contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion : il doit organiser de manière contractuelle la réception d'informations provenant du *prime broker*, afin de pouvoir mettre en œuvre tous ses contrôles ;
- les conditions dans lesquelles un OPCVM peut octroyer des garanties. Le cadre d'octroi de garanties par les OPCVM français s'appuie essentiellement sur les dispositions prévues lors de la transposition de la directive 2002-47 dite « directive collatérale »¹⁵, et sont complétées par des dispositions spécifiques relatives aux modalités d'évaluation de la créance du *prime broker* et des actifs remis en garantie¹⁶.

En pratique, les sociétés de gestion et dépositaires souhaitant créer un OPCVM qui recourent à un *prime broker* doivent au préalable présenter à l'AMF l'organisation envisagée. Ils peuvent se référer aux instructions AMF n° 2005-01 (OPCVM agréés) et n° 2005-03 (OPCVM contractuels) s'agissant des pièces particulières à fournir dans le cadre de la demande d'agrément¹⁷ ou de déclaration¹⁸ des OPCVM concernés.

Le cadre français de la gestion alternative, établi à la demande des professionnels et en concertation avec eux, est pleinement achevé depuis le premier septembre 2005 et permet d'offrir une gestion complexe dans le cadre d'OPCVM *onshore*. Quatre OPCVM agréés par l'AMF recouraient à un *prime broker* au 31 décembre 2005.

d) Les rétrocessions dans les OPCVM d'OPCVM

La modification des règlements COB, effectuée fin 2003 dans le cadre de la mise en œuvre du rapport sur les frais et commissions à la charge de

¹⁴ Articles L. 214-16 et L. 214-26 du code monétaire et financier.

¹⁵ Articles L. 413-7-1 et suivants du code monétaire et financier.

¹⁶ Articles R. 241-12, I du code monétaire et financier et articles 411-33-1 et 411-33-2 du règlement général de l'AMF.

¹⁷ Annexe I-1 et I-2 de l'instruction AMF n° 2005-01 : nom du ou des *prime brokers*, convention de *prime brokerage*, convention de délégation de conservation, lettre d'engagement du *prime broker* conforme au modèle figurant en annexe I-5 de la même instruction.

¹⁸ Annexe I et II de l'instruction AMF n° 2005-03 : nom du ou des *prime brokers*, convention de *prime brokerage*.

l'investisseur dans la gestion collective¹⁹, a, notamment, introduit le principe général selon lequel les rétrocessions de frais de gestion ou de commissions de souscription-rachat liées à l'investissement d'un fonds de tête dans un fonds cible devaient bénéficier exclusivement au fonds de tête. Ce principe exclut donc que ces rétrocessions reviennent à la société de gestion du fonds de tête ou à un tiers. Il est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2005.

L'AMF a publié un article²⁰ ayant pour objectif de rappeler quelles étaient les conditions de mise en œuvre de cette réglementation, son calendrier d'entrée en application, ainsi que des précisions sur les schémas pouvant être retenus par les sociétés de gestion.

Au cours de l'année 2005, l'AMF a modifié son règlement général²¹ afin :

- d'étendre le principe d'interdiction des rétrocessions à l'ensemble des OPCVM commercialisés en France, tout en excluant de son champ d'application les OPCVM et fonds d'investissement gérés par des sociétés de gestion françaises mais commercialisés exclusivement en dehors du territoire national. En effet, dès que l'OPCVM fait l'objet d'une commercialisation sur le territoire national, les dispositions de l'article 411-53-1 du règlement général de l'AMF lui sont applicables. Dans le cas d'un OPCVM français, il ne peut être dispensé d'appliquer ces règles que dans la mesure où il n'est pas vendu sur le territoire français. De façon symétrique, tout OPCVM commercialisé sur le territoire français doit se conformer à cet article. L'autorisation de commercialisation d'un OPCVM étranger sur le territoire français est donc subordonnée à la confirmation, par la société de gestion de l'OPCVM, du respect de cet article ;
- de préciser que le distributeur d'un fonds cible peut bénéficier de rétrocessions au titre de l'investissement du fonds de tête dans ce fonds cible, dès lors qu'il intervient de manière indépendante de la société de gestion. Cette clarification a pour objet de permettre aux sociétés de gestion des fonds cible de recourir à des plates-formes de distribution pour assurer leur commercialisation en les rémunérant par des rétrocessions de frais de gestion ou de commissions de souscription/rachat.

e) L'élargissement du champ des OPCVM cotés

Jusqu'alors, seuls les OPCVM indiciels, c'est-à-dire les OPCVM ayant pour objectif de reproduire strictement la performance d'un indice, pouvaient faire l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé.

Répondant à une demande de certains professionnels et à une volonté de développement de ce compartiment de cotation par Euronext, le règlement général de l'AMF a été modifié dans le but d'élargir le champ des OPCVM

¹⁹ Rapport du groupe présidé par Philippe Adhémar, publié le 9 octobre 2002, relatif aux frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective.

²⁰ Revue mensuelle AMF, n° 9 décembre 2004, article intitulé « Rétrocessions des frais de souscription-rachat et des frais de gestion dans les fonds de fonds : modalités pratiques d'affectation de ces rétrocessions au fonds de fonds et conditions d'information des souscripteurs ».

²¹ Article 322-44 du règlement général et Revue mensuelle AMF, n° 14 mai 2005.

éligibles à la cotation à des OPCVM mettant en œuvre une gestion plus active par rapport à un indice.

La notion d'OPCVM « dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice » a été introduite et encadrée par des règles spécifiques, notamment en termes d'information.

De tels OPCVM proposent toujours une exposition liée à l'évolution d'un indice, mais cette exposition est calculée à partir d'une formule prédéfinie qui rend le produit « arbitrage » par un investisseur.

Cette modification s'est traduite par l'adjonction au règlement général de l'AMF des articles 411-56-1 et 411-56-2.

Dans ce nouveau cadre, deux OPCVM ont fait l'objet d'une cotation en 2005, l'un mettant en œuvre une technique d'assurance de portefeuille dite « gestion coussin » liée à l'évolution d'un indice, l'autre mettant en œuvre un effet de levier variable selon l'évolution de ce même indice.

Parallèlement à ces modifications, l'ensemble des dispositions relatives aux OPCVM cotés qui figuraient dans le Livre II du règlement général ont été déplacées vers le Livre IV, de sorte qu'un OPCVM coté est soumis au seul agrément de l'AMF sur la base du prospectus complet OPCVM, alors qu'auparavant il devait également faire l'objet d'un prospectus de cotation soumis au visa de l'AMF. Il y a, par ailleurs, des travaux menés par le CESR sur la clarification de la définition des actifs éligibles à l'actif des OPCVM²².

f) Les fonds communs de créances (FCC) et leurs sociétés de gestion

1) La modification de l'organisation des sociétés de gestion pratiquant la gestion active

L'AMF a profondément modifié les dispositions de son règlement général applicables aux sociétés de gestion de FCC afin de les mettre en adéquation avec les nouvelles dispositions issues de la loi de sécurité financière et son décret d'application n° 2004-1255 du 24 novembre 2004.

Les principales évolutions ont porté sur :

- la possibilité pour un FCC d'émettre des titres de créance ;
- l'institution d'un compte d'affectation spéciale destiné à isoler le patrimoine du FCC du risque de faillite des entités cédantes ;
- la faculté de recourir à l'utilisation d'instruments dérivés, notamment des dérivés de crédit, dans le cadre de la stratégie de gestion mise en œuvre ;
- la possibilité de procéder à une gestion dynamique des actifs du FCC.

²² Voir *supra* chapitre II Les travaux de CESR IM page 77. Voir également *infra*, page 166 du présent chapitre.

Le règlement général a été modifié²³ afin de définir le cadre dans lequel les sociétés de gestion de FCC recourant à des instruments financiers à terme ou procédant à une gestion dynamique de leurs actifs pourront fonctionner. Ces modifications concernent notamment leur organisation, leurs moyens et les conditions de délégation de cette gestion.

La règle du tiers²⁴ a été supprimée afin de faciliter l'entrée de nouveaux actionnaires sans limitation de leur participation dans le capital de la société de gestion du fonds, offrant ainsi la possibilité à un actionnaire unique de détenir une société de gestion de FCC. Cette suppression s'est accompagnée de l'introduction de règles de bonne conduite reprenant très largement celles applicables actuellement aux sociétés de gestion de portefeuille.

S'agissant de l'organisation de la société de gestion de FCC, le règlement général de l'AMF prévoit deux cas :

– le cas d'une société de gestion gérant des FCC qui concluent des opérations sur instruments financiers à terme dans le cadre d'une gestion passive. Dans ce cas, la société de gestion de FCC doit se doter de moyens lui permettant d'identifier les risques financiers et de maîtriser les risques juridiques afférents ;

– le cas d'une société de gestion de FCC procédant à une gestion dynamique de ses actifs, tant en titres vifs qu'en instruments dérivés. Dans ce cas, la société de gestion de FCC doit, en sus des exigences prévues au précédent paragraphe, se doter de moyens lui permettant de maîtriser les stratégies de gestion envisagées, de procéder à une évaluation indépendante des risques financiers et d'assurer un suivi permanent du niveau d'engagement des FCC gérés.

Ces dernières exigences sont inspirées de celles qui s'imposent aux sociétés de gestion de portefeuille agréées sur la base d'un programme d'activité « dérivés de crédit ».

La gestion financière de fonds communs de créances recourant à des instruments financiers à terme ou procédant à une gestion dynamique de leurs actifs peut être déléguée à une société de gestion de portefeuille ayant fait approuver son programme d'activité spécifique à l'utilisation des dérivés de crédit, à un établissement de crédit agréé en France pour l'activité de gestion pour compte de tiers ou à une succursale établie en France d'un établissement de crédit dont le siège statutaire est situé dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen.

Elle peut également être déléguée à tout établissement de crédit dont le siège est établi dans un État membre de l'OCDE, à toute entreprise d'investissement de l'Espace économique européen ou encore à toute personne habilitée à gérer des portefeuilles ou des organismes de placement collectif, dès lors qu'il ou elle est habilité(e) à exercer une telle activité.

²³ Articles 331-1 et suivants du règlement général de l'AMF modifiés le 1^{er} septembre 2005

²⁴ La règle du tiers avait vocation à prévenir les risques de conflits d'intérêts entre le cédant et la société de gestion. L'actionnaire d'une société de gestion ne pouvait détenir plus d'un tiers du capital d'une société de gestion s'il était cédant d'un FCC géré par la dite société de gestion.

Toutefois, dès lors qu'une société de gestion de FCC ne dispose pas d'une organisation lui permettant de procéder elle-même à la gestion financière de tels FCC, elle doit mettre en place un programme de contrôle du délégataire.

En matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, le règlement général reprend les règles applicables aux sociétés de gestion de portefeuille en les adaptant, de manière à tenir compte des spécificités des sociétés de gestion de FCC.

2) La transposition de la directive Prospectus

Les fonds communs de créances sont soumis aux dispositions de la directive Prospectus²⁵.

Le régime applicable aux FCC²⁶ a pour conséquence d'aligner le régime des opérations réalisées par les fonds communs de créances sur celui de tout émetteur faisant appel public à l'épargne. Néanmoins, certaines spécificités propres aux fonds communs de créances ont été maintenues.

Ainsi :

- le contenu du prospectus relève désormais des schémas du règlement européen 909/2004 du 29 avril 2004. L'instruction COB de mai 2003 relative aux fonds communs de créances est caduque ;
- le prospectus comprend obligatoirement un résumé ;
- les délais d'instruction sont désormais réduits à 20 jours en cas de première opération d'appel public à l'épargne ;
- la possibilité pour l'AMF d'assortir son visa d'un avertissement rédigé par ses soins a été supprimée. Les communications à caractère promotionnel comprennent désormais une mention type attirant l'attention des investisseurs sur la rubrique facteurs de risques du prospectus ainsi que, le cas échéant, à la demande de l'AMF, un avertissement sur les caractéristiques exceptionnelles de l'émetteur, des garants éventuels et des instruments financiers objets de l'opération ;
- la société de gestion doit désormais déposer auprès de l'AMF un document qui contient ou mentionne toutes les informations qu'elle a publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois.

2 Les prestataires de services d'investissement

a) L'analyse financière

Dans la continuité de la transposition de la directive 2003/125/CE portant modalités d'application de la directive cadre Abus de marché, des

²⁵ Directive 2003/71/CE.

²⁶ Le régime applicable aux FCC relève du chapitre I du titre II du livre IV du règlement général de l'AMF.

aménagements d'ordre technique ont été apportés aux dispositions relatives à l'analyse financière. Certaines précisions, qui devaient faire l'objet d'une instruction de l'AMF, ont été, finalement, insérées dans le règlement général, homologué le 8 septembre 2005.

C'est le cas, notamment, du champ d'application territorial des règles de transparence. Ainsi, lorsque la fonction de responsable de l'analyse financière, chez un prestataire de services d'investissement français, est exercée hors de France, ce dernier doit se doter de procédures fixant les modalités d'exercice de l'activité, mais n'est pas tenu de délivrer une carte professionnelle²⁷. Un nouveau chapitre²⁸ rappelle l'application de l'ensemble des dispositions relatives aux analyses financières à celles diffusées depuis l'étranger, portant sur des émetteurs d'instruments financiers faisant appel public à l'épargne en France et s'adressant à des investisseurs résidant ou établis en France,

D'autres modifications sont venues préciser les règles de publication et d'accessibilité des analyses²⁹, et ont permis, notamment, de lever l'ambiguïté relative aux conflits d'intérêts susceptibles d'exister entre la production d'analyses financières et les activités de prise ferme, de placement et de conseil³⁰.

b) La politique de vote des sociétés de gestion

En application de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, figurent parmi les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion l'obligation d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts ou actionnaires et l'obligation de rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF.

Les modalités d'information sur l'exercice des droits de vote sont décrites aux articles 322-75 et suivants du règlement général de l'AMF. Elles s'articulent autour de trois éléments, le document intitulé « politique de vote », un enregistrement détaillé des modalités d'exercice des droits de vote et enfin la publication d'un rapport annuel rendant compte des conditions dans lesquelles la société de gestion a exercé les droits de vote.

1) Le document « politique de vote »

Les sociétés de gestion devaient élaborer ce document avant le 31 mars 2005. Il peut être consulté au siège de la société de gestion ou être diffusé sur son site internet.

2) L'enregistrement détaillé des modalités d'exercice des droits de vote

L'AMF a apporté des précisions afin d'alléger les modalités de transmission des votes exprimés sur chaque résolution, permettant ainsi de centrer l'information sur les

²⁷ Article 321-123 du règlement général de l'AMF.

²⁸ Chapitre VIII : diffusion des analyses financières à partir de l'étranger, article unique 338-1.

²⁹ Articles 321-133 et 321-135 du règlement général de l'AMF.

³⁰ 5) de l'article 321-131 du règlement général de l'AMF.

éléments nécessaires à l'investisseur dans son appréciation de la mise en œuvre de la politique de vote. Ainsi, dès lors que la société de gestion a voté conformément aux principes posés dans le document présentant sa politique de vote, elle n'est pas tenue de répondre à la demande d'information d'un souscripteur.

3) *Le rapport annuel sur l'exercice des droits de vote*

Ce document doit mentionner le nombre de sociétés dont les titres sont détenus par les OPCVM qu'elle gère, pour lesquelles la société de gestion a exercé les droits de vote, par rapport au nombre total de sociétés dans lesquelles elle disposait de droits de vote. Il est également intéressant pour le souscripteur de pouvoir apprécier le degré de participation de la société de gestion aux assemblées générales des sociétés émettrices par rapport aux principes fixés par le document politique de vote. La société de gestion dispose de la possibilité de calculer un ratio dont le dénominateur serait restreint au périmètre des sociétés dans lesquelles elle a déclaré son intention d'exercer ses droits de vote, ratio plus simple à établir pour une société de gestion.

c) **Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille**

1) *La ségrégation des avoirs³¹*

Les dispositions relatives à la tenue de compte conservateur portant sur les modalités de ségrégation ont connu une importante modification en 2005. En effet, tout teneur de compte conservateur doit disposer d'au moins deux comptes dans les livres du dépositaire central, distinguant les avoirs propres des avoirs de ses clients. Cette obligation imposait à tout teneur de compte conservateur mandataire d'un autre teneur de compte conservateur d'avoir également deux comptes par mandant (un compte regroupant les avoirs propres du mandant et un compte regroupant les avoirs clients du mandant). Cette obligation de double compte par teneur de compte conservateur mandant a été supprimée.

2) *L'interdiction pour un teneur de compte conservateur de laisser un compte titres devenir débiteur*

Jusqu'alors la réglementation établissait l'interdiction de laisser un compte titres devenir débiteur mais prévoyait, néanmoins que, si la situation se présentait, le teneur de compte devait y remédier dans les plus brefs délais.

Le règlement général prévoit désormais une interdiction absolue de laisser un compte d'un donneur d'ordres devenir débiteur en date du règlement-livraison et impose au teneur de compte d'établir des procédures pour prévenir l'avènement d'un tel solde en l'alertant sur toute négociation ou cession susceptible d'aboutir à une telle situation. Le mandataire d'un teneur

³¹ Ces dispositions sont établies aux articles 332-18 et 332-39 (arrêté d'homologation du 1^{er} septembre 2005) du règlement général de l'AMF.

de compte conservateur doit s'assurer que son ou ses mandants appliquent bien ces procédures. S'il constate qu'elles n'ont pas été mises en œuvre, il ne pourra pas procéder au règlement-livraison. Toutefois, si, pour des raisons techniques, il ne peut empêcher la réalisation du règlement-livraison, le mandataire doit s'assurer qu'aucun des instruments financiers appartenant à des clients ne sera utilisé à cette fin sans leur accord exprès (ceci afin d'éviter le tirage sur la masse³² et dans la mesure où l'obligation de double compte par teneur de compte conservateur mandant a été supprimée).

3) *Les modalités d'exécution des obligations déclaratives relatives aux opérations sur instruments financiers*

L'instruction n° 2005-08 du 6 septembre 2005 portant sur les conditions dans lesquelles les intermédiaires financiers doivent informer l'AMF des opérations réalisées, a pour objet essentiel de généraliser l'usage d'un canal de transmission d'informations – dit « système RDT » – qui, jusqu'au 1^{er} octobre 2005, ne revêtait qu'un caractère facultatif.

Ainsi, le recours au système RDT est désormais obligatoire pour :

- les prestataires qui effectuent des transactions en dehors du marché réglementé sur des titres de créance ;
- les teneurs de compte conservateurs qui interviennent dans le traitement des ordres en qualité de récepteur transmetteur d'ordre.

En outre, les prestataires, membres ou non d'un marché réglementé français, qui effectuent de gré à gré des transactions sur des titres de capital admis aux négociations sur le marché considéré, doivent rendre compte de leurs transactions à l'AMF par l'intermédiaire de l'entreprise de marché selon des modalités techniques précisées par elle. Ainsi, pour les titres de capital admis aux négociations sur Euronext Paris, les prestataires doivent déclarer leurs transactions par le système TCS (*Trade Confirmation System*).

Enfin, pour les prestataires membres d'un marché réglementé français, l'entreprise de marché continue à rendre compte à l'AMF des transactions de ses membres, lorsque celles-ci sont réputées effectuées sur ce marché.

4) *Les instructions n° 2005-09 et 2005-10*

Deux instructions reprennent deux décisions adoptées par le Conseil des marchés financiers avant la création de l'AMF. Il s'agit de l'instruction n° 2005-09 du 1^{er} décembre 2005, relative à l'attestation de gestion de portefeuille dans le cadre d'un mandat et de l'instruction n° 2005-10 du 1^{er} décembre 2005, relative au mandat d'administration d'instruments financiers nominatifs.

³² Pratique consistant, pour un prestataire de services d'investissement, à utiliser à son profit les instruments financiers appartenant à ses clients.

d) Les conseillers en investissements financiers³³

Le règlement général de l'AMF a été complété par des dispositions relatives au statut des conseillers en investissements financiers et aux conditions d'agrément de leurs associations professionnelles. Ces nouvelles règles ont fait l'objet d'une consultation publique fin 2004 et ont été homologuées le 15 avril 2005.

Le règlement général précise :

- les conditions d'accès à la profession de conseillers en investissements financiers³⁴ ;
- les règles de bonne conduite applicables aux conseillers en investissements financiers. Ces règles leur imposent³⁵:
 - une obligation d'information de leurs clients sur leur statut de conseillers en investissements financiers le cas échéant, sur leur statut de démarcheurs bancaires ou financiers ainsi que sur leurs éventuels liens avec des établissements promoteurs de produits financier³⁶,
 - une obligation de délimitation de leur mission par la remise d'une lettre de mission, rédigée en double exemplaire, signée des deux parties³⁷,
 - une obligation de formalisation du conseil par écrit dans un rapport justifiant les différentes propositions, leurs avantages et les risques qu'elles comportent³⁸,
 - une obligation de confidentialité envers leurs clients et une obligation d'organisation interne leur permettant de respecter leurs obligations³⁹ ;
- les règles applicables aux associations professionnelles⁴⁰. À cet égard, le règlement général définit⁴¹ :
 - les conditions d'agrément des associations professionnelles relatives au siège social, à l'objet social, aux représentants légaux, aux moyens humains et techniques dont dispose l'association ainsi qu'à l'élaboration d'un code de bonne conduite applicable aux adhérents exerçant l'activité de conseil en investissements financiers et l'actualisation des connaissances de ses membres,
 - la procédure d'agrément initiée par le dépôt d'un dossier⁴²,
 - les obligations d'information de l'association envers l'AMF,
 - les cas dans lesquels l'AMF peut décider de retirer l'agrément à l'association professionnelle.

³³ Rapport annuel AMF 2004, p. 140 et suivantes. Voir également infra, chapitre IV p. 202-203.

³⁴ Articles 335-1 et 335-2 du règlement général de l'AMF.

³⁵ Articles 335-3 à 335-10 du règlement général de l'AMF.

³⁶ Article 335-3 du règlement général de l'AMF.

³⁷ cette lettre de mission doit comporter certaines indications détaillées à l'article 335-4 du règlement général.

³⁸ Article 335-5 du règlement général de l'AMF.

³⁹ Articles 335-7 à 335-10 du règlement général de l'AMF.

⁴⁰ Voir infra p. 202 du présent chapitre.

⁴¹ Articles 335-11 à 335-25 du règlement général de l'AMF.

⁴² Son contenu est défini à l'article 335-18 du règlement général de l'AMF.

3 Les marchés

a) Les règles de transfert de propriété des instruments financiers

Les règles concernant la date de transfert de propriété des instruments financiers, admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison, ont fait l'objet d'une importante réforme par l'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005.

Précédemment, à la suite de l'exécution d'un ordre de bourse sur un marché réglementé français, la date d'inscription des instruments financiers au compte de l'acquéreur de ces instruments – déterminant le transfert de propriété à son profit – était la date de la négociation en bourse. Or la pratique internationale la plus courante fixe la date de transfert de propriété au jour du règlement-livraison des titres. Dans un souci d'harmonisation, le législateur a décidé, après concertation avec les professionnels concernés, d'aligner le droit français sur cette pratique internationale. Le règlement général de l'AMF⁴³ prévoit, en application des dispositions de l'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005⁴⁴, que la date d'inscription au compte de l'acheteur, et donc de transfert de propriété à son profit, est désormais la date de règlement-livraison. Elle intervient, sauf exceptions prévues par le règlement général, trois jours après la date de négociation⁴⁵.

b) La charte de coopération entre autorités de supervision pour les groupes financiers trans-sectoriels

Afin de faciliter la mise en application de la directive Conglomérats financiers, les autorités de supervision du secteur financier – l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM)⁴⁶, la Commission bancaire, le Comité des entreprises d'assurance, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, et l'Autorité des marchés financiers – ont conclu une charte commune destinée à renforcer leur coopération dans la supervision des groupes financiers trans-sectoriels, c'est-à-dire exerçant à la fois dans le secteur de l'assurance et dans le secteur bancaire et des services d'investissement.

La charte organise les consultations entre autorités dans les cas suivants :

- en matière d'agrément ou de prise de participation concernant un groupe trans-sectoriel, il est prévu que l'autorité d'agrément compétente pour se

⁴³ Ces dispositions figurent au livre V du règlement général de l'AMF, dans un titre VI, nouveau, intitulé « Transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement-livraison », aux articles 560-1 à 560-9.

⁴⁴ L'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 portant simplification des règles de transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison, ratifiée par la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, dispose notamment que le transfert de propriété des instruments financiers mentionnés ci-dessus résulte de leur inscription au compte de l'acheteur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

⁴⁵ Ces nouvelles dispositions (homologuées par un arrêté du 30 décembre 2005 et publiées le 18 janvier 2006 au Journal officiel) sont entrées en application le 1^{er} avril 2006.

⁴⁶ La CCAMIP est devenue l'ACAM à la suite de l'adoption de la loi n° 2005 -1564 du 15 décembre 2005.

prononcer sur l'opération consulte l'autorité de contrôle de l'autre secteur qui, compte tenu de sa mission de surveillance permanente des entreprises, dispose des informations pertinentes sur les entreprises du groupe relevant de sa compétence ; l'autorité de contrôle consultée transmet à l'autorité d'agrément de son secteur les informations échangées ;

- lorsqu'elles sont amenées à se prononcer sur la compétence, l'honorabilité et l'expérience de dirigeants exerçant des fonctions dans des entreprises des deux secteurs, les autorités d'agrément se consultent entre elles et transmettent aux autorités de contrôle les informations échangées dans ce cadre.

Cette charte est entrée en vigueur le 21 octobre 2005⁴⁷.

B Les évolutions réglementaires engagées en 2005

1 Les produits d'épargne

a) Les organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI)

Le 13 octobre 2005 a été publiée l'ordonnance n° 2005-1278, prise en application de l'article 50 de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 créant les OPCI.

L'OPCI complète et modernise l'offre de produits d'épargne immobilière à l'attention des particuliers et des investisseurs institutionnels (sociétés civiles de placement immobilier, SCPI, et sociétés foncières cotées, SIIC). L'OPCI prendra la forme soit d'un fonds de placement immobilier (FPI), soit d'une société de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPICAV). Ces deux formes se distinguent notamment par leur régime fiscal, le premier relevant du régime des revenus fonciers et la seconde du régime des revenus de capitaux mobiliers.

Ce nouveau véhicule collectif d'épargne immobilière bénéficie d'une souplesse de gestion accrue par rapport à une SCPI, qui se traduit principalement par la possibilité de n'investir que 60 % de son actif en immobilier, directement ou à travers des parts de sociétés de placement à prépondérance immobilière, et de pouvoir détenir jusqu'à 40 % de cet actif en instruments financiers et autres dépôts.

Il peut également recourir à l'endettement à hauteur de 50 % de ses actifs immobiliers, utiliser des instruments financiers à terme et comporter ainsi un effet de levier.

En outre, à la différence des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), les parts ou actions d'OPCI font l'objet d'une obligation de rachat par celui-ci sur la base d'une valeur liquidative calculée, pour la partie immobilière, à partir de valorisations établies par deux experts immobiliers.

⁴⁷ Communiqué de presse publié sur le site internet de l'AMF le 22 décembre 2005.

Enfin, 10 % des actifs non immobiliers devront être des actifs peu ou pas risqués, afin de faire face aux demandes de rachat des porteurs.

Afin de permettre le bon fonctionnement de l'OPCI et de lui conférer un bon niveau de transparence, le cadre réglementaire doit être complété sur des aspects fondamentaux tels que la gouvernance, les conditions d'information des porteurs, les modalités d'évaluation des actifs immobiliers, et surtout les conditions de liquidité proposées aux porteurs.

Concernant ce point, la fréquence et le mode d'établissement de la valeur liquidative de l'OPCI doivent être précisés et il est également essentiel de déterminer les conditions dans lesquelles l'OPCI doit satisfaire les demandes de rachat des porteurs, notamment dans des conditions de marché défavorables qui affecteraient la liquidité du produit.

Par ailleurs, l'ordonnance prévoit l'impossibilité de créer de nouvelles SCPI ou de procéder à de nouvelles augmentations de capital à compter du 31 décembre 2009 ainsi que l'obligation de proposer aux assemblées de porteurs des SCPI de se placer sous le régime OPCI.

L'ordonnance est ou sera complétée par la publication :

- de la loi de finances rectificative pour 2005⁴⁸, d'un décret et d'une instruction fiscale afin de mettre en place un régime fiscal *ad hoc* distinct selon que l'OPCI prend la forme d'un fonds ou d'une société à capital variable ;
- d'un décret en Conseil d'État précisant les actifs éligibles, les contraintes de gestion (division des risques et endettement notamment), la mission du commissaire aux comptes de l'OPCI ainsi que le contenu du rapport de gestion ;
- de nouvelles dispositions dans le règlement général de l'AMF précisant, notamment, les conditions relatives aux acteurs (société de gestion, dépositaire, gouvernance du fonds, évaluateurs), les conditions de souscriptions-rachats des parts ou actions de l'OPCI ainsi que la nature et les conditions d'information des porteurs ou actionnaires des OPCI.

Le dispositif réglementaire entrera en vigueur à compter de la publication du règlement général de l'AMF.

b) Les règles de calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme

L'innovation sur les marchés financiers, la modification de la définition de l'engagement dans le III de l'article R. 214-12 du code monétaire et financier, ainsi que la publication, le 27 avril 2004, d'une recommandation européenne concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés par les OPCVM, nécessitent de revoir les textes définissant les modalités de calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme.

⁴⁸ Loi n° 2005-1720 du 30 décembre 2005.

L'engagement est l'un des ratios réglementaires qui doit être respecté en permanence par les OPCVM. Il permet de limiter la contribution des instruments financiers à terme et des acquisitions et cessions temporaires de titres au profil de risque d'un OPCVM. Il s'agit donc d'une approche relative et non absolue. La question est de savoir quel est l'impact des dérivés sur le profil de risque de l'OPCVM. L'engagement s'inscrit dans un dispositif plus large de régulation de ces OPCVM associant les règles et les ratios d'investissement.

Souhaitée et soutenue par la profession, la refonte des textes a été réalisée en concertation avec ses représentants. Cette démarche a permis l'élaboration de dispositions pragmatiques tout en évitant d'introduire une ambiguïté quant aux responsabilités respectives du régulateur et des sociétés de gestion.

Les projets de texte – règlement général de l'AMF et instruction – adoptés par le Collège ont fait l'objet d'une consultation publique au cours du deuxième trimestre 2005⁴⁹. Les textes ont été publiés le 21 mars 2006 et entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2007.

Les évolutions modifient de manière substantielle l'approche adoptée antérieurement par le régulateur :

- elles améliorent la cohérence de la méthode appliquée jusque-là, appelée méthode linéaire, tout en introduisant certaines souplesses nécessaires ;
- elles introduisent une nouvelle méthode, appelée méthode probabiliste, destinée aux OPCVM utilisant des instruments financiers à terme complexes ou mettant en œuvre des stratégies de gestion ayant un profil de risque particulier, comme, par exemple, les stratégies d'arbitrage ;
- elles responsabilisent les sociétés de gestion en leur confiant la mission de déterminer si le profil de risque d'un OPCVM leur permet d'utiliser la méthode linéaire, ou s'il nécessite l'utilisation de la méthode probabiliste.

Leur mise en œuvre nécessitera une vigilance particulière des sociétés de gestion s'agissant, d'une part de leur capacité à appréhender et maîtriser les risques liés aux stratégies mises en œuvre dans leurs OPCVM et, d'autre part, de l'identification le plus en amont possible des OPCVM les plus impactés par ces nouvelles dispositions.

2 Les prestataires de services d'investissement

a) La conformité et le contrôle interne

L'AMF a entrepris, au cours de l'année 2005 la réforme des dispositions de son règlement général concernant l'organisation de la conformité et du contrôle interne chez les prestataires de services d'investissement, dans le but d'harmoniser les règles en matière de conformité et de contrôle interne, héritées des réglementations du CMF et de la COB. Elle vise également à

⁴⁹ Publiée sur le site internet de l'AMF, le 6 avril 2004, à la rubrique consultations.

harmoniser les dispositions du règlement général de l'AMF avec celles du règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière n° 97-02, relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement⁵⁰.

Le projet de modification du règlement général s'est appuyé sur les travaux d'un groupe de travail composé de représentants des prestataires de services d'investissement. Il a fait l'objet d'une consultation publique au cours de l'été 2005⁵¹, avant d'être homologué le 9 mars 2006.

Le texte adopté par l'AMF :

- définit le concept de conformité, qui recouvre deux missions : d'une part, une mission de conseil, d'orientation des collaborateurs, de veille réglementaire et de formulation d'avis préalables sur les nouveaux produits et services ; d'autre part, une mission de contrôle de conformité ;
- crée au sein des sociétés de gestion de portefeuille, une fonction de responsable de la conformité et du contrôle interne, regroupant les deux activités existantes de contrôleur interne et de déontologue. De même, au sein des autres prestataires de services d'investissement, les deux fonctions de responsable du contrôle des services d'investissement et de déontologue sont fusionnées en une seule fonction de responsable de la conformité pour les services d'investissement, dont le sigle reste RCSI ;
- prévoit la délivrance, par l'AMF, après examen, de la carte professionnelle de responsable de la conformité pour les services d'investissement et de responsable de la conformité et du contrôle interne⁵² ;

Le texte précise, par ailleurs, les conditions de délégation de la fonction en externe, les conditions d'exercice de la fonction, et, les missions des responsables de la conformité pour les services d'investissement et des responsables de la conformité et du contrôle interne, ainsi que les éléments constitutifs du dispositif de contrôle interne des sociétés de gestion de portefeuille.

b) Les dépositaires

Le code monétaire et financier confie au dépositaire la conservation des actifs des OPCVM et le contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion⁵³. Il renvoie au règlement général de l'AMF pour la définition des conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'organismes de placement collectif (OPC)⁵⁴.

Cette définition est, par ailleurs, rendue nécessaire par :

⁵⁰ Modifiées par l'arrêté du 31 mars 2005 du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

⁵¹ Publiée sur le site internet de l'AMF le 2 août 2005 à la rubrique consultations.

⁵² Jusqu'alors, seuls les RCSI devaient être titulaires d'une carte.

⁵³ Articles L. 214-16 et L. 214-26 du code monétaire et financier. Voir infra chapitre IV p. 18.

⁵⁴ Article L. 621-7 V 4° du code monétaire et financier.

- l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre au sein des OPCVM, qui étendent le périmètre d'intervention du dépositaire à de nouveaux types d'actifs de l'OPCVM (*swaps* complexes, dépôts auprès d'établissements autres que les dépositaires d'OPC, etc.). Ces actifs ne faisant pas l'objet d'une tenue de compte conservation par le dépositaire⁵⁵, il devient nécessaire d'en définir les modalités de conservation et de contrôle ;
- le constat fait par l'AMF de l'hétérogénéité des pratiques des teneurs de compte conservateurs et des modalités d'exercice de la fonction de dépositaire ;
- le développement de l'architecture ouverte qui soulève la question des modalités de tenue du passif des OPCVM.

Ces différents éléments ont amené l'AMF à créer un groupe de travail rassemblant les principales associations professionnelles, des dépositaires et des sociétés de gestion. Les conclusions de ce groupe de travail, après avis du Collège, feront l'objet d'une consultation publique au cours de l'année 2006.

C Les positions adoptées par l'AMF

L'AMF a poursuivi sa politique de diffusion de sa doctrine en publiant en 2005 plusieurs positions répondant aux attentes des professionnels relatives à l'interprétation des textes en vigueur.

1 Les conditions d'accès des sociétés de gestion à la qualité de membre d'un marché réglementé

L'Autorité des marchés financiers a autorisé, au cours de l'été 2005, une société de gestion de portefeuille à solliciter un statut de membre de marché réglementé d'instruments financiers à terme pour la gestion des portefeuilles qui lui sont confiés⁵⁶. Elle a considéré que l'exécution, sur des marchés réglementés, des ordres découlant uniquement des décisions d'investissement prises par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) pouvait constituer une forme particulière de l'exercice de l'activité de gestion. Pour ce motif, cette dernière n'est accessible qu'aux sociétés de gestion dont l'activité est exclusivement limitée à la gestion de portefeuille pour compte de tiers et n'est donc pas ouverte aux sociétés de gestion qui, en outre, exerceraient une activité de réception transmission d'ordres.

L'acquisition d'un tel statut est subordonnée à l'approbation préalable par l'AMF d'une mise à jour du programme d'activité. Celle-ci portera notamment sur les moyens de l'entité candidate et son dispositif de contrôle interne. L'analyse prendra également en compte l'intérêt économique des clients dans la solution d'accès direct mise en œuvre.

⁵⁵ Au sens de la définition donnée par l'article 312-6 du règlement général de l'AMF.

⁵⁶ Revue mensuelle AMF, n° 17 septembre 2005.

2 La possibilité pour les OPCVM de conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme sur indices de marchandises

L'éligibilité des indices basés sur des instruments financiers à terme sur marchandises a fait l'objet d'une demande d'avis de la Commission européenne au CESR, notamment sur les questions relatives à la définition des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés⁵⁷.

À l'issue des travaux du CESR et de deux consultations publiques, l'AMF a pris acte d'une position consensuelle des Etats membres en faveur de l'éligibilité de tels indices à l'actif des OPCVM coordonnés, ainsi que du fort intérêt de l'industrie de la gestion financière française pour l'utilisation de ces indices.

En conséquence, l'AMF a décidé de considérer⁵⁸, à compter du 1^{er} décembre 2005, qu'un OPCVM (coordonné ou non) peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme ayant pour sous-jacent un indice de marchandises. Ceci permettra à la fois la création d'OPCVM indiciels « marchandises » et la possibilité, pour les autres OPCVM, de s'exposer au risque « marchandises » par l'intermédiaire d'instruments financiers à terme.

3 Les questions/réponses et les relevés de décision

L'AMF a poursuivi en 2005 sa démarche de communication de sa doctrine opérationnelle, en publiant plusieurs questions/réponses et relevés de décision. Ces documents ont pour objet, d'une part, de faire état des critères utilisés pour apprécier les projets présentés par les sociétés de gestion, facilitant ainsi l'élaboration des dossiers d'agrément par les acteurs et leur instruction par les services de l'AMF, et d'autre part, de faire connaître l'analyse de l'AMF dans des domaines nouveaux ou faisant l'objet de questions récurrentes.

L'AMF a ainsi publié dans sa revue mensuelle et sur son site internet :

- un article relatif aux bonnes pratiques à observer lors de la rédaction des documents d'information des fonds communs de placement à risques⁵⁹ (FCPR), destiné à faciliter l'élaboration des dossiers de demande d'autorisation de ces produits par les sociétés de gestion. Cet article a, notamment, insisté sur le contenu de certaines rubriques de la notice d'information et a mis à jour l'avertissement de l'AMF devant figurer sur l'ensemble des documents d'information des FCPI ;
- une série de *questions/réponses* relatives aux fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) investis en titres non cotés de l'entreprise⁶⁰. Cet article a, notamment, précisé certains aspects pratiques relatifs au mécanisme de liquidité dont doivent obligatoirement disposer de tels fonds. Il a également

⁵⁷ Cette demande vise à clarifier la définition des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés prévue par la directive OPCVM (2001/108/CE). Voir supra Chapitre II, p. 77.

⁵⁸ Communiqué de presse du 1^{er} décembre 2005 présentant la décision du Collège de l'AMF.

⁵⁹ Revue mensuelle AMF, n° 15 juin 2005.

⁶⁰ Revue mensuelle AMF, n° 16 juillet-août 2005.

donné des orientations pratiques s'agissant de la valorisation des titres négociés sur des marchés non européens ;

- un article relatif aux frais de gestion variables avec créances d'égalisation différées⁶¹. Cet article présente un exemple d'adaptation au cadre réglementaire français des méthodes de rémunération variable des sociétés de gestion habituellement utilisées dans les fonds de gestion alternative de droit étranger. Il a permis aux sociétés de gestion concernées d'avoir connaissance des conditions de la faisabilité de tels schémas dans le cadre réglementaire français, de disposer d'un schéma de fonctionnement compatible avec ce cadre réglementaire et de connaître les attentes de l'AMF dans l'hypothèse où elles souhaiteraient proposer un schéma de fonctionnement alternatif ;
- une série de *questions/réponses* relatives aux frais de gestion variables dans les OPCVM⁶², clarifiant les conditions d'application de l'article 322-40 du règlement général de l'AMF s'agissant notamment du seuil de déclenchement des frais de gestion variables, de la quote-part de surperformance prélevée et des conditions d'information des porteurs ;
- une série de *questions/réponses* relatives aux règles de fonctionnement des OPCVM contractuels⁶³. La création des premiers OPCVM contractuels a suscité des questions récurrentes sur les règles de gestion de ces produits, les modalités de mise en œuvre de stratégies alternatives au sein de ces OPCVM et l'articulation entre les différents programmes d'activité agréés par l'AMF. L'objet de l'article était de porter à la connaissance des sociétés de gestion les réponses apportées par l'AMF aux questions posées ;
- un relevé de décisions relatif aux FCPE à effet de levier⁶⁴. Cet article a notamment rappelé que les interventions des différents acteurs (société de gestion, contrepartie du contrat d'échange) liées à l'opération à effet de levier devaient se faire dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur, et que l'existence de ces opérations devait être portée à la connaissance du public par l'émetteur. Il a également clarifié les conditions dans lesquelles pouvaient être prévues des clauses permettant de remettre en cause l'opération en cas de difficultés de couverture de ses positions par la contrepartie du contrat d'échange.

⁶¹ Revue mensuelle AMF, n° 16 juillet-août 2005.

⁶² Revue mensuelle AMF, n° 17 septembre 2005.

⁶³ Revue mensuelle AMF, n° 18 octobre 2005.

⁶⁴ Revue mensuelle AMF, n° 18 octobre 2005.

2 Les prestataires de services d'investissement

A Les sociétés de gestion de portefeuille

1 Les agréments et approbations de programmes d'activité

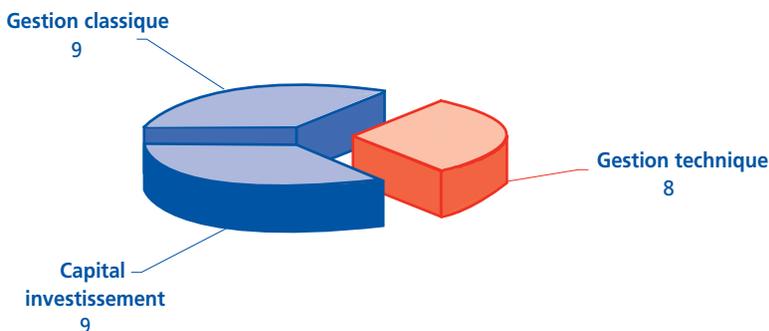
a) Les agréments

Comme en 2004, le nombre des agréments en qualité de société de gestion de portefeuille délivrés par l'AMF doit être retraité des cas de transformation des dernières sociétés de gestion d'OPCVM en sociétés de gestion de portefeuille⁶⁵. Ainsi, sur 37 agréments délivrés en 2005, le nombre de créations de nouvelles entités s'élève à 26, en diminution d'un quart sur le nombre de 35 atteint en 2004, mais identique toutefois à celui établi en 2003.

Ces créations sont, pour 19 d'entre elles, le fruit d'une démarche entrepreneuriale, les sept autres étant liées à la stratégie de groupes financiers. L'activité des sociétés de gestion agréées couvre tous les types de gestion : gestion classique, capital investissement, gestion technique (gestion structurée, gestion alternative directe et indirecte).

Graphique 1

Répartition des créations de sociétés de gestion agréées en 2005 par type d'activité



Source : AMF

b) Les approbations de programmes d'activité

La mise en œuvre de certaines stratégies de gestion ou la gestion de certains types d'OPCVM nécessite au préalable l'approbation par l'AMF d'un programme d'activité spécialisé. En 2005, 61 programmes d'activité, présentés

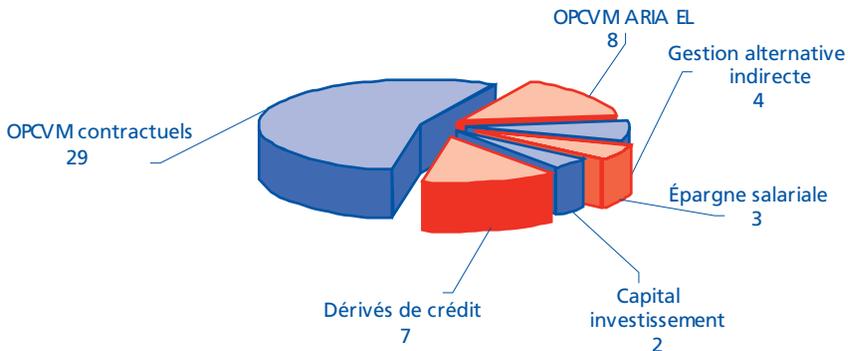
⁶⁵ En application de l'article 68 II de la loi de sécurité financière.

par 52 sociétés de gestion, ont ainsi été approuvés dont 53 programmes d'activité spécialisés. Ce chiffre est en baisse par rapport à 2004, où 78 programmes d'activité présentés par 67 sociétés de gestion avaient été approuvés. Cette situation s'explique, d'une part, par l'approbation massive en 2004 de programmes de gestion alternative indirecte (45) présentés par les « anciens acteurs »⁶⁶, d'autre part, par la forte demande enregistrée en 2005, des professionnels à être autorisés à gérer de nouveaux produits et, notamment, des OPCVM contractuels⁶⁷.

Au total, depuis la mise en place des programmes spécialisés près d'une centaine de sociétés de gestion a fait approuver un ou plusieurs de ses programmes.

Graphique 2

Répartition des approbations de programmes d'activité spécialisés en 2005



Source : AMF

c) Les autres évolutions du périmètre d'activité des sociétés de gestion

Outre les activités de gestion financière, l'AMF a approuvé un programme d'activité relatif à l'exercice, à titre accessoire, de l'activité de réception et transmission d'ordres présenté par une société de gestion indépendante, et autorisé la délégation par quatre sociétés de gestion de portefeuille de leurs activités dites de *middle office* à des prestataires spécialisés dans ce domaine.

Enfin, en application de sa position du 14 juin 2005 sur les conditions d'accès des sociétés de gestion de portefeuille à la qualité de membre d'un marché réglementé⁶⁸, l'AMF a approuvé le programme d'activité présenté par une société de gestion de portefeuille désireuse d'intervenir en direct sur les

⁶⁶ Voir rapport annuel AMF 2004, page 145.

⁶⁷ En application de l'article L. 214-35-6 du code monétaire et financier. Voir également infra page 176.

⁶⁸ Voir *supra*, page 165.

marchés à terme, au titre exclusif de son activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

2 Les caducités ou retraits d'agrément

Conformément aux dispositions de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, les 27 sociétés de gestion d'OPCVM (SGO) encore vivantes au 1^{er} janvier 2005 ont abandonné ce statut au cours de l'année.

Au total, les dispositions de la loi de sécurité financière ont conduit 44 des 82 sociétés de gestion d'OPCVM existant au début de l'année 2004 à opter pour le statut de société de gestion de portefeuille en se dotant des moyens adéquats, les 38 autres ayant disparu à la suite d'une fusion avec une autre société du groupe d'appartenance, cas le plus fréquent, d'une dissolution ou encore d'un changement d'objet social.

La suppression du statut de SGO a présenté l'avantage de supprimer l'obligation, pour une société de gestion souhaitant commercialiser des OPCVM coordonnés, d'avoir un objet exclusif. Cette mesure a permis la restructuration de nombreux groupes de sociétés de gestion et fait disparaître les sociétés de gestion dites « coquilles ».

25 sociétés de gestion de portefeuille ont mis fin à leur activité en 2005. Dans deux cas sur trois environ, ces disparitions résultent d'une réorganisation des structures de gestion du groupe d'appartenance, les autres tenant, selon les cas, à une insuffisance, voire une absence d'activité ou un transfert de l'activité de gestion vers une entité extérieure.

À l'issue de l'année 2005, le nombre de sociétés de gestion de portefeuille agréées vivantes s'établissait à 486, en réduction de 3 % par rapport à 2004 et de 9 % par rapport au pic de 534 atteint en 2002.

3 Le passeport européen

Les sociétés de gestion de portefeuille peuvent exercer certaines de leurs activités dans l'Espace économique européen.

Les sociétés de gestion de Type I bénéficient du passeport prévu par la directive OPCVM⁶⁹. Les activités susceptibles d'être exercées au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont :

- la gestion sous mandat ;
- le conseil en investissement ;
- la commercialisation d'OPCVM.

Ainsi, ce passeport ne permet pas à une société de gestion de créer un OPCVM dans un autre État membre.

⁶⁹ Directive OPCVM n° 85/611/CEE modifiée.

Les sociétés de gestion de Type II bénéficient du passeport prévu par la directive DSI⁷⁰. Les activités susceptibles d'être exercées au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont :

- la gestion sous mandat ;
- le conseil en investissement ;
- la réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers.

a) Les notifications de libre établissement

En 2005, quatre sociétés de gestion de portefeuille françaises ont notifié à l'AMF l'implantation de succursales en Autriche, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2005, 23 notifications de libre prestation de services, émanant de 19 sociétés de gestion de portefeuille françaises, ont été examinées favorablement par l'AMF. La plupart des pays d'Europe (12), dont deux nouveaux États entrants : la Pologne et la République tchèque, ont été concernés par ces notifications.

B Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2005, 80 établissements exerçaient les fonctions de dépositaires d'OPCVM contre 84 au 31 décembre 2004. Près de 91 % des actifs et 79 % des OPCVM étaient concentrés chez les 20 premiers dépositaires.

La forte concentration du secteur s'explique par les obligations de maîtrise du risque opérationnel, complexifiées par l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre par les OPCVM, qui nécessitent des moyens croissants ne pouvant être amortis que par la progression des encours.

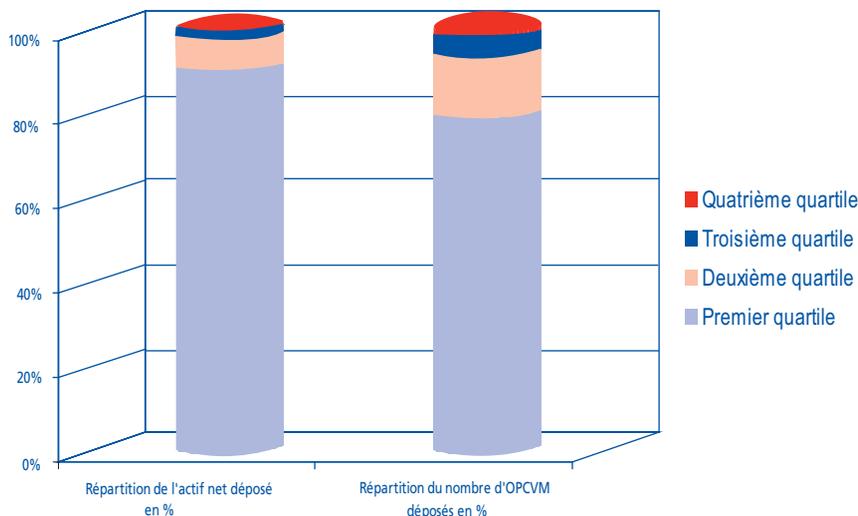
En 2005, une concertation portant sur la modernisation de la fonction de dépositaire d'OPC a été initiée par les services de l'AMF⁷¹.

⁷⁰ Directive Services d'investissement n° 93/22/CEE.

⁷¹ Voir *supra* présent chapitre, page 164.

Graphique 3

Répartition des dépositaires en fonction de leurs actifs, par quartile, au 31 décembre 2005



Source AMF

Tableau 3

Répartition des dépositaires par quartile	Actif net déposé (Milliards euros)	Répartition de l'actif net déposé en %	Nombre d'OPCVM déposés	Répartition du nombre d'OPCVM déposés en %
Premier quartile	1 050,14	90,9 %	6 159	79,4 %
Deuxième quartile	88,29	7,6 %	1 128	14,5 %
Troisième quartile	15,21	1,3 %	363	4,7 %
Quatrième quartile	1,48	0,1 %	108	1,4 %
Total	1 155,13	100 %	7 758	100 %

Source : AMF

C Les autres prestataires de services d'investissement

1 Les avis et approbations de programmes d'activité

La population des prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille comprend les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement.

L'AMF approuve le programme d'activité afférent au seul service d'investissement de gestion de portefeuille.

Le programme d'activité des autres services d'investissement ainsi que le service de tenue de compte conservation d'instruments financiers donnent lieu à un avis de l'AMF transmis au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement chargé de délivrer l'agrément.

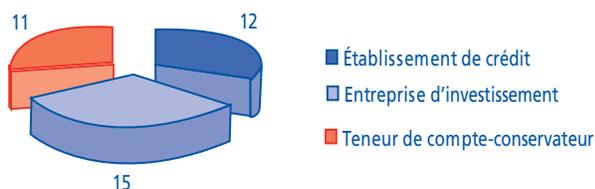
a) Les avis

L'avis délivré par l'AMF résulte d'un examen du programme d'activité présenté par l'entreprise ; les observations que l'AMF transmet au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement portent sur la compétence et l'honorabilité des dirigeants, l'adéquation de leur expérience à leurs fonctions ainsi que les conditions dans lesquelles l'entreprise envisage de fournir des services d'investissement, ou d'exercer une activité de tenue de compte conservation ou de compensation d'instruments financiers.

Au cours de l'exercice 2005, 38 dossiers, transmis par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), ont été soumis au Collège de l'AMF.

Graphique 4

Programme d'activité transmis par le CECEI à l'AMF en 2005



Source : AMF

S'agissant des établissements de crédit, les dossiers présentés s'inscrivaient essentiellement dans le cadre d'opérations de restructuration d'entités préexistantes.

Concernant les entreprises d'investissement, plus de la moitié des dossiers a porté sur l'extension d'un programme d'activité à de nouveaux services d'investissement et/ou à de nouveaux instruments financiers. Les autres dossiers afférents au statut d'entreprise d'investissement ont concerné, à titre d'illustration, soit la création d'une entité nouvelle à l'initiative de personnes physiques ou d'un groupe financier, soit la filialisation par des sociétés de gestion de portefeuille d'activités de services d'investissement au sein d'entités dédiées.

Enfin, les demandes d'habilitation à la tenue de compte conservation ont émané exclusivement d'établissements de crédit. Huit de ces demandes ont été formulées concomitamment à une demande d'agrément en qualité

d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement et trois ont résulté d'une extension du programme d'activité d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement.

b) Les approbations de programmes d'activité

En 2005, deux programmes d'activité portant sur le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ont été approuvés par l'AMF.

La première concerne une entité dotée d'un statut de société de gestion de portefeuille et souhaitant, dans un contexte de réorganisation des activités de son groupe d'appartenance, devenir une entreprise d'investissement agréée par le CECEI, aux fins de proposer à sa clientèle une activité de réception-transmission d'ordres assortie d'une prestation accessoire de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

La seconde porte sur l'actualisation du programme d'activité d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement, déjà habilité à exercer à titre accessoire le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers en vue de l'exercice d'une activité de gestion alternative indirecte.

2 Le passeport européen

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2005, onze notifications de libre établissement, émanant de cinq entreprises d'investissement et de cinq établissements de crédit prestataires de services d'investissement français, ont été portées, *via* le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement à la connaissance de l'AMF qui dispose, aux termes de l'article R. 532-20 du code monétaire et financier, d'un délai d'un mois pour produire d'éventuelles observations.

Sept États de l'Espace économique européen ont été concernés par ces notifications de libre établissement. Trois d'entre elles visaient des nouveaux États entrants : Chypre, Pologne et République tchèque.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2005, 116 notifications de libre prestation de services, émanant de 20 prestataires de services d'investissement français, ont été portées à la connaissance de l'AMF.

Les 20 déclarants se répartissent en :

- onze établissements de crédit ;
- neuf entreprises d'investissement.

La totalité des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, exception faite de la Norvège, ont été concernés par ces 116 notifications de libre prestation de services. 54 d'entre elles visaient les nouveaux États entrants : Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie.

B Les OPCVM

A Les principales évolutions de l'offre de gestion collective

Répondant à la demande des professionnels de disposer d'outils dérogeant aux règles de droit commun et destinés aux investisseurs avertis, la loi de sécurité financière d'août 2003 a créé deux nouveaux produits, les OPCVM à règles d'investissement allégées et les OPCVM contractuels. En concertation avec l'industrie de la gestion, l'AMF a ainsi mis en place, en l'espace d'une année, un cadre opérationnel pour les sociétés de gestion et sécurisé pour les investisseurs, favorisant ainsi la compétitivité de la place en matière de gestion alternative *onshore*.

1 Les OPCVM à règles d'investissement allégées

Les OPCVM à règles d'investissement allégées, dits OPCVM ARIA, fonds agréés par l'AMF, ont été créés par la loi de sécurité financière. Leur souplesse par rapport aux OPCVM classiques réside dans l'existence de règles de composition de l'actif dérogatoires permettant la mise en œuvre de stratégies plus risquées que les OPCVM à vocation générale classiques.

Compte tenu de ces éléments, ces OPCVM ne peuvent être achetés que par des investisseurs qualifiés ou des investisseurs justifiant soit d'une expérience adéquate des marchés financiers, soit d'une capacité d'investissement supérieure à des seuils définis par le règlement général de l'AMF.

Les règles particulières d'investissement des OPCVM ARIA distinguent les cas de figure suivants :

a) Les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier

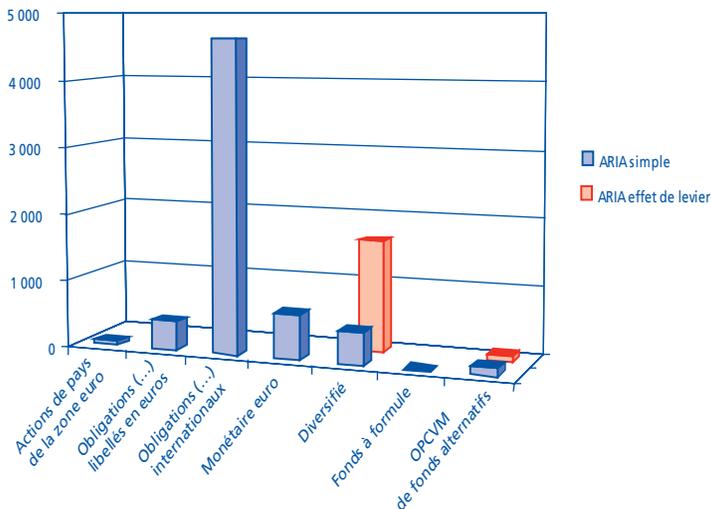
Les OPCVM ARIA sans effet de levier (ARIA simples) dérogent notamment aux règles de dispersion des risques et d'emprise de droit commun. Les OPCVM ARIA avec effet de levier (ARIA EL) bénéficient, en outre, de la possibilité de mettre en œuvre un effet de levier plus important que les autres OPCVM agréés.

Pour pouvoir gérer et commercialiser des OPCVM ARIA EL, les sociétés de gestion doivent au préalable faire approuver par l'AMF un programme d'activité spécifique.

Au terme de l'année 2005, on dénombrait 36 OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier, qui représentaient un encours de plus de huit milliards d'euros.

Graphique 5

Répartition de l'encours des OPCVM ARIA par classification



Sources : AMF

b) Les ARIA de fonds alternatifs

Les OPCVM ARIA de fonds alternatifs présentent la particularité d'être investis à plus de 10 % en fonds alternatifs. Lorsque cet investissement atteint 100 %, ils doivent être investis dans au moins 16 fonds.

La gestion et la commercialisation de tels fonds par une société de gestion de portefeuille requièrent au préalable l'approbation par l'AMF d'un programme d'activité spécialisé et ce dès le premier euro investi dans un fonds d'investissement étranger. Ce programme présente notamment les modalités de leur gestion (sélection et suivi des fonds alternatifs) et les outils de maîtrise de leurs risques.

Au 31 décembre 2005, on dénombrait 105 OPCVM ARIA de fonds alternatifs représentant un encours global de plus de huit milliards d'euros.

2 Les OPCVM contractuels

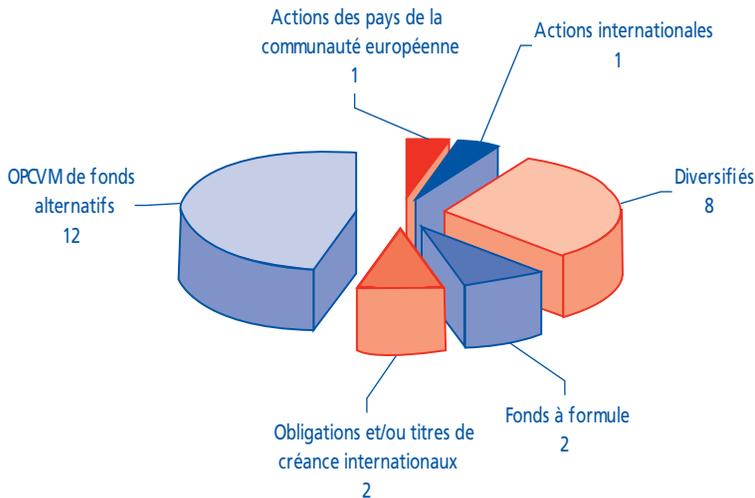
Les OPCVM contractuels ont été créés par la loi de sécurité financière. Leurs règles d'investissement et de gestion sont définies librement dans leur prospectus. Ils peuvent ainsi être composés d'instruments financiers cotés ou non cotés, français ou étrangers, et mettre en œuvre des stratégies présentant un profil de risque agressif. Comme les OPCVM ARIA, les OPCVM contractuels sont réservés à des investisseurs avertis.

La gestion d'OPCVM contractuels requiert l'approbation préalable d'un programme d'activité spécialisé, mais ce véhicule de gestion est totalement exempt de ratios réglementaires et ne fait pas l'objet d'un agrément de la part de

l'AMF. La mise en place de ce véhicule et l'extrême souplesse attachée à sa gestion en font un outil qui devrait être particulièrement prisé par les professionnels et les investisseurs qualifiés puisque, à fin décembre 2005, l'AMF recensait 26 OPCVM contractuels représentant un encours de 2,5 milliards d'euros.

Graphique 6

Répartition du nombre d'OPCVM contractuels par classification



Source : AMF

3 Les fonds à formule

Les fonds à formule sont des OPCVM dont l'objectif de gestion vise, à l'échéance d'une période de détention déterminée, la délivrance mécanique d'une performance prédéfinie en fonction de paramètres de marché (évolution d'un indice, d'un panier d'actions, etc.).

Pour les OPCVM à vocation générale, cette catégorie comptait, à fin 2005, 760 fonds en activité représentant un encours de 60,9 milliards d'euros, soit une progression de 9 % par rapport à 2004.

Le succès des OPCVM à formule s'est étendu aux FCPE : l'année 2005 a vu la création de 16 FCPE à formule représentant 7 % des créations. La quasi-totalité de ces fonds est constitué de fonds à effet de levier, présentant la particularité d'offrir une performance indexée sur celle des titres d'une entreprise.

L'année 2005 a vu la poursuite de l'essor, aux côtés des formules classiques, de formules complexes pouvant présenter un risque élevé de commercialisation inadaptée auprès du grand public lorsqu'ils ne sont pas garantis. Ceci a conduit l'AMF à rappeler, dans un communiqué⁷², les règles relatives aux conditions

⁷² Communiqué en date du 24 mai 2005 publié sur le site internet de l'AMF.

d'information des souscripteurs de fonds à formule. L'information figurant dans le prospectus des OPCVM (particulièrement sous la rubrique « économie de l'OPCVM »), doit être claire, transparente et intelligible pour les investisseurs. De même, la publicité relative au fonds doit non seulement être cohérente avec le prospectus, mais également présenter la formule de manière équilibrée.

4 Les OPCVM investissant dans d'autres OPCVM

Depuis la publication de l'instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, le prospectus des OPCVM doit préciser le niveau d'exposition de l'OPCVM en OPCVM ou en fonds d'investissement selon quatre catégories suivantes :

- inférieur à 10 % ;
- inférieur à 20 % ;
- inférieur à 50 % ;
- jusqu'à 100 %.

Ainsi le porteur de parts ou l'actionnaire est en mesure de connaître de manière beaucoup plus précise l'investissement qui est fait au travers d'autres OPCVM. Pour les OPCVM à vocation générale, si l'investissement en OPCVM dépasse 20 %, les sociétés de gestion doivent tenir compte des frais indirects ainsi occasionnés dans le total des frais facturés à l'OPCVM affiché dans la partie B du prospectus.

5 Les OPCVM maîtres et nourriciers

Le recours à des OPCVM nourriciers permet aux prestataires de la gestion de réaliser des économies d'échelle et de commercialiser auprès de publics différents plusieurs OPCVM nourriciers, fonds juridiquement indépendants, eux-mêmes investis, en totalité et de façon permanente, dans un même OPCVM appelé maître.

Au 31 décembre 2005, on dénombrait 610 OPCVM maîtres représentant un encours de 261,5 milliards d'euros⁷³, soit 22,6 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale, contre 20,8 % en 2004, année où l'on comptait 577 OPCVM maîtres pour un encours de 209,4 milliards d'euros. Ces chiffres confirment la tendance d'un fort accroissement du nombre d'OPCVM maîtres et de leurs encours ces dernières années (respectivement 5,7 % et 24,9 % en un an), en forte hausse pour la cinquième année consécutive.

Parallèlement, on comptabilisait 685 OPCVM nourriciers pour un encours de 88,7 milliards d'euros (contre 696 OPCVM nourriciers pour un encours de 71,6 milliards d'euros au 31 décembre 2004). À l'instar des OPCVM maîtres, l'encours des OPCVM nourriciers est en augmentation (23,9 %), tandis que leur nombre a diminué. Les fonds

⁷³ Les OPCVM maîtres ne sont pas uniquement réservés aux OPCVM nourriciers.

nourriciers représentent au 31 décembre 2005, 7,7 % de l'encours global des OPCVM généraux, un pourcentage quasi similaire à celui de l'année 2004. La totalité de l'encours des OPCVM nourriciers étant intégrée dans l'encours des OPCVM maîtres, seul ce dernier est compté dans l'encours global des OPCVM à vocation générale afin d'éviter les doubles comptages.

En 2005, le rapport entre le nombre de fonds nourriciers et celui des fonds maîtres est de 1,1. On assiste depuis plusieurs années au développement de ces OPCVM qui permettent de bénéficier d'effets de taille au niveau des OPCVM maîtres, et ce notamment dans la gestion monétaire.

La possibilité de créer différentes catégories de parts au sein d'un même OPCVM peut permettre aux sociétés de gestion d'atteindre les mêmes économies d'échelle sans toutefois devoir créer des fonds nourriciers. Cette disposition a, dans une certaine mesure, un impact sur le nombre d'OPCVM nourriciers.

On commence également à voir apparaître, en nombre relativement faible, des fonds nourriciers disposant d'une gestion propre en matière d'utilisation de dérivés, leur exposition pouvant aller jusqu'à être totalement décorrelée de celle du maître.

6 Les OPCVM indiciels

Les OPCVM indiciels sont des fonds dont l'objectif de gestion correspond à l'évolution d'un indice d'instruments financiers. 283 OPCVM indiciels étaient en activité au 31 décembre 2005 pour un encours de 48,8 milliards d'euros représentant 4,5 % de l'encours global des OPCVM à vocation générale.

Les caractéristiques des indices éligibles de ce type d'OPCVM sont définies par l'article R. 214-28 du code monétaire et financier. Trois principes⁷⁴ doivent être respectés : la composition doit être suffisamment diversifiée, l'indice doit constituer un étalon représentatif du marché auquel il se réfère et le mode d'établissement et de diffusion de cet indice doit être satisfaisant.

7 Les OPCVM à compartiments

Chaque OPCVM peut comporter un ou plusieurs compartiments donnant lieu à l'émission d'une catégorie d'actions ou de parts représentatives des actifs de l'OPCVM attribués à ce compartiment. Il s'agit de permettre la juxtaposition, dans le cadre d'une même structure juridique (SICAV ou FCP) et sous une même dénomination, de plusieurs portefeuilles. Un même OPCVM peut ainsi avoir des orientations de gestion différentes et diversifier l'offre de placement à la clientèle.

⁷⁴ Pour plus de précisions, voir Revue mensuelle AMF, n° 6 septembre 2004.

2005 a connu une nette augmentation de ce type de structure. On dénombre, tous OPCVM confondus, 77 OPCVM têtes comptabilisant 340 compartiments. Le nombre moyen de compartiments, par type d'OPCVM, s'élève à :

- 4,1 pour les FCP ;
- 9 pour SICAV ;
- 4,3 pour les FCPE ;
- 1,6 pour les FCPR.

B Le bilan des autorisations délivrées en 2005 et l'évolution des encours

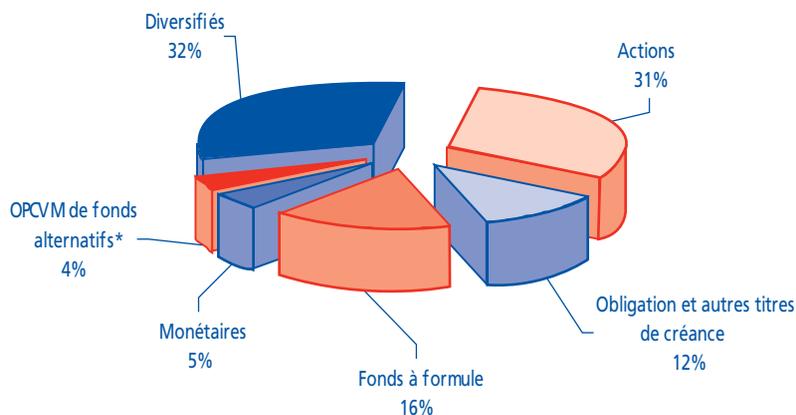
1 Les OPCVM à vocation générale

a) Les agréments délivrés à la création des OPCVM

Après une baisse du nombre de créations d'OPCVM ces trois dernières années, 816 OPCVM ont été agréés en 2005, en hausse de 16 % par rapport à 2004. La quasi-totalité des OPCVM créés sont des fonds communs de placement (FCP), puis seulement 19 SICAV ont été agréées sur cette période.

Graphique 7

Répartition par grandes classes du nombre d'agréments d'OPCVM à vocation générale délivrés en 2005

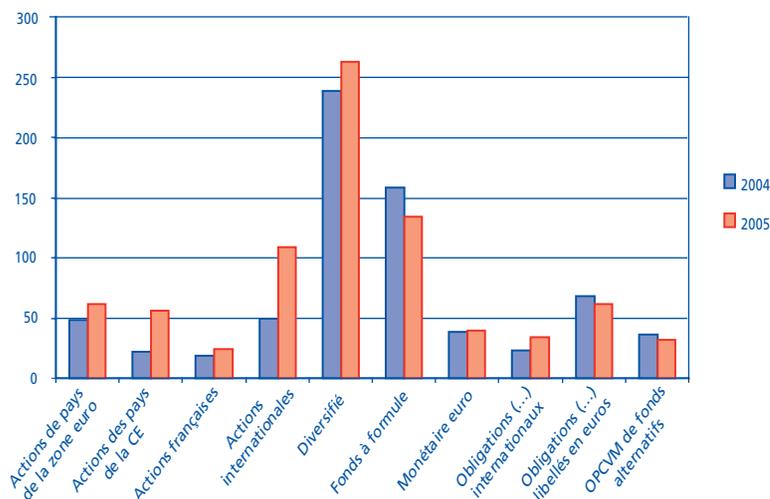


Source : AMF

* La catégorie des OPCVM de fonds alternatifs regroupe l'ensemble des OPCVM investis à plus de 10 % en fonds alternatifs. Cette catégorie peut être utilisée par les types de fonds suivants : OPCVM ARIA de fonds alternatifs, OPCVM ARIA sans effet de levier, OPCVM ARIA avec effet de levier et OPCVM contractuel.

Graphique 8

Répartition du nombre d'OPCVM agréés en 2004 et 2005 par classification



Source : AMF

Tableau 4

Répartition des nouveaux OPCVM agréés en 2005 par classification

Classification	Nombre d'OPCVM agréés en 2004	Nombre d'OPCVM agréés en 2005	% d'évolution constaté
Actions de pays de la zone euro	48	62	29 %
Actions des pays de la CE	22	56	155 %
Actions françaises	19	24	26 %
Actions internationales	50	109	118 %
Diversifié	239	263	10 %
Fonds à formule	158	134	-15 %
Monétaire euro	38	40	5 %
Monétaire à vocation internationale	0	1	NS
Obligations et titres de créance internationaux	23	34	48 %
Obligations et titres de créance libellés en euro	68	62	-9 %
OPCVM de fonds alternatifs	36	32	-11 %
Total	701	816	16 %

Source : AMF

b) Les déclarations d'enregistrement

Les OPCVM contractuels font l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF. Il existe, au 31 décembre 2005, 26 OPCVM contractuels (22 FCP et 4 SICAV)⁷⁵. Depuis le 25 novembre 2004, les sociétés de gestion de portefeuille ne peuvent plus créer d'OPCVM à procédure allégée. Les OPCVM existant à cette date disposaient de trois possibilités : conserver leur régime, se transformer en OPCVM ARIA ou se transformer en OPCVM contractuels.

Au 31 décembre 2005, on constatait que peu d'OPCVM avaient choisi de se transformer en OPCVM ARIA (11) ou en OPCVM contractuels (1).

c) L'évolution des encours

Pour la troisième année consécutive, l'encours des OPCVM à vocation générale a augmenté. Hors fonds nourriciers, il s'établissait à 1 066,5 milliards d'euros fin 2005 contre 936,5 milliards d'euros fin 2004, soit une hausse de 14 %.

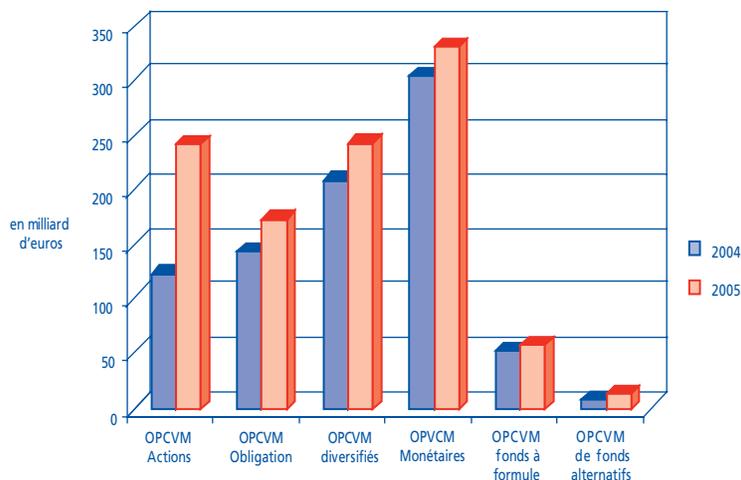
Si l'on tient compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM à vocation générale s'établissait à 1 155,1 milliards d'euros fin 2005 contre 1 006,5 milliards d'euros au 31 décembre 2004, soit une augmentation de 14,76 %.

Le nombre d'OPCVM enregistrés en 2005 a diminué par rapport à 2004. Au 31 décembre 2005, on comptait 7 073 OPCVM à vocation générale répartis entre 825 SICAV et 6 248 FCP. Par rapport à 2004, le nombre de SICAV diminue de 103 unités et leurs encours augmentent de 5,3 %. Les FCP ont vu leur nombre diminuer de 45 unités, leurs encours augmentant de 17 %. Ils représentaient 88,3 % des produits offerts et 77 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale.

⁷⁵ Voir *supra* p. 176.

Graphique 9

Évolution de l'encours des OPCVM à vocation générale entre 2004 et 2005 répartis par grands types de gestion



Source : AMF

Tableau 5

Répartition des OPCVM (hors nourriciers) par catégorie

Encours en milliards d'euros	Au 31/12/2004		Au 31/12/2005		Variation de l'encours en %
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	
OPCVM (hors OPCVM nourriciers)					
OPCVM Action	175,4	18,7 %	242,3	22,7	38,1 %
OPCVM Obligation	181,7	19,4 %	174	16,3	-4,2 %
OPCVM Monétaire	304,4	32,5 %	332,3	31,2	9,2 %
OPCVM de fonds alternatifs	10,0	1,1 %	14,8	1,4	48 %
Fonds à formule	54,7	5,8 %	59,6	5,6	9 %
OPCVM « Diversifié »	209,7	22,4 %	243,4	22,8	16,1 %
OPCVM « Garanti »*	0,6	0,1 %	0,2	0	-66,7 %
Total	936,5	100,0 %	1066,6	100	13,9 %

Source : AMF

* À la suite de l'instruction de novembre 2003 modifiant la classification des OPCVM, tous les anciens OPCVM classés garantis ou assortis d'une protection ont basculé dans les autres catégories. Il reste toutefois des OPCVM à procédure allégée, qui n'étaient pas concernés par cette réforme de la classification, et qui sont toujours référencés dans la catégorie OPCVM garantis ce qui explique l'extrême faiblesse de l'encours et cette forte baisse.

1) L'analyse selon la classification des OPCVM

L'année 2005 a été marquée, pour la plupart des classes d'actifs, par une augmentation des encours globaux, sauf en ce qui concerne la classification obligations et titres de créance internationaux dont les encours chutent de 26 %.

La tendance à l'internationalisation des portefeuilles dans les catégories actions, constatée en 2004, se poursuit puisque 77 % de leur encours appartiennent aux catégories actions des pays de la Communauté européenne, actions de pays de la zone euro ou actions internationales. La part des portefeuilles investie dans la catégorie actions française baisse de 4 %.

S'il est difficile de mesurer l'effet prix par rapport à l'effet collecte, on note, pour les OPCVM actions, une augmentation des encours de plus de 38 % révélant une corrélation des deux effets : une forte hausse des marchés et une augmentation de la collecte.

Concernant les OPCVM obligations, la baisse d'environ 4 % des encours peut être interprétée comme une diminution de la collecte en 2005 qui peut s'expliquer par la reprise des marchés actions.

En revanche, la collecte est en augmentation pour les OPCVM monétaires dont l'encours croit de 9 %.

On note également cette année un accroissement des encours des OPCVM diversifiés d'environ 16 %.

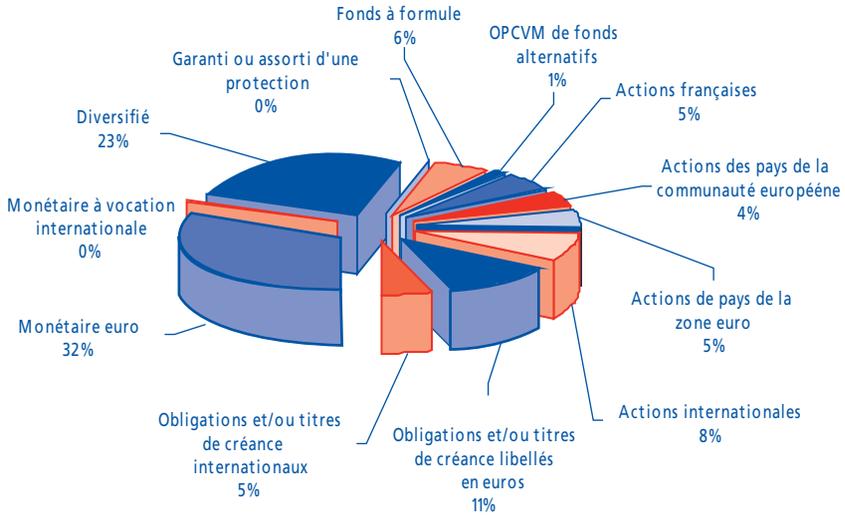
La plus forte variation des encours s'explique par la création de la catégorie OPCVM de fonds alternatifs (48 %) qui comporte les OPCVM constitués avant novembre 2003 (date de la création de cette classification) qui, en raison de leurs investissements devaient avant le 30 juin 2005 adopter cette classification.

La part résiduelle des OPCVM classés garantis est due à la population d'OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée, régis par l'article L. 214-35 du code monétaire et financier en vigueur avant la loi de sécurité financière. Ils conservent cette classification⁷⁶ jusqu'à leur liquidation.

⁷⁶ Cette classification a été supprimée par l'instruction de novembre 2003.

Graphique 10

Répartition de l'encours des OPCVM à vocation générale vivants au 31 décembre 2005 par classification



Source : AMF

Tableau 6

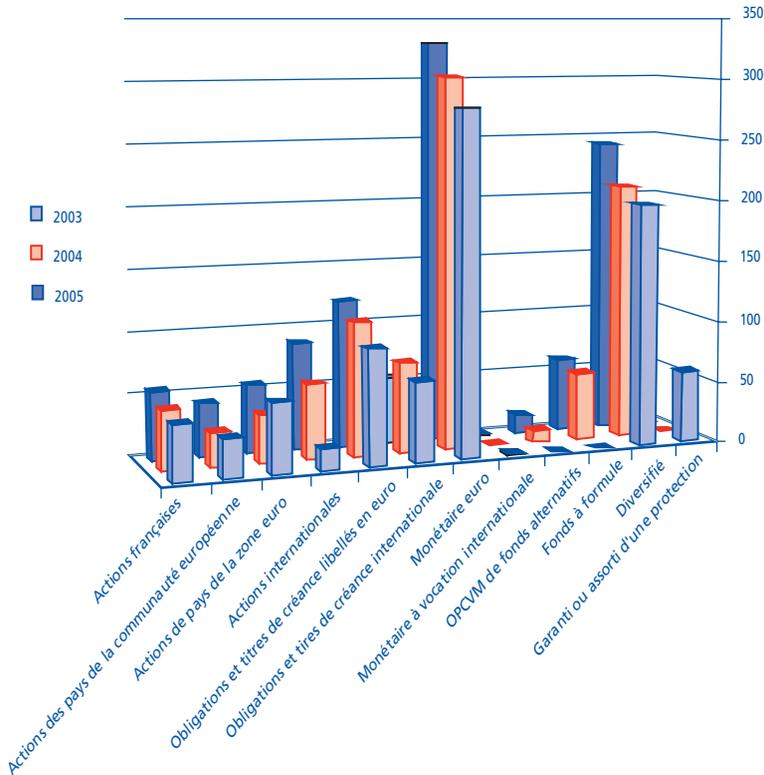
Répartition des OPCVM par catégorie en fonction de leur encours depuis 2003

Encours en milliards d'euros	Au 31/12/2003		Au 31/12/2004		Au 31/12/2005	
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %
OPCVM hors OPCVM nourriciers						
Actions françaises	44,8	5,3 %	48,2	5,1 %	55,6	5,2
Actions des pays de la communauté européenne	30,6	3,6 %	27,6	2,9 %	43,4	4
Actions de pays de la zone euro	56,1	6,7 %	38,8	4,1 %	56	5,3
Actions internationales	17,1	2,0 %	60,8	6,5 %	87,3	8,2
Obligations et titres de créance libellés en euro	93,2	11,1 %	108,4	11,6 %	119,9	11,2
Obligations et titres de créance internationaux	64,8	7,7 %	73,3	7,8 %	54,1	5,1
Monétaire euro	279,4	33,1 %	303,3	32,4 %	330,5	31
Monétaire à vocation internationale	1,2	0,1 %	1,0	0,1 %	1,8	0,2
OPCVM de fonds alternatifs	-	0,0 %	10,0	1,1 %	14,8	1,4
Fonds à formule	-	0,0 %	54,7	5,8 %	59,6	5,6
Diversifié	198,2	23,5 %	209,7	22,4 %	243,4	22,8
Garanti ou assorti d'une protection	58,2	6,9 %	0,6	0,1 %	0,2	0
Total	843,6	100,0 %	936,5	100,0 %	1 066,6	100

Source : AMF

Graphique 11

Évolution des encours des OPCVM à vocation générale par classification depuis 2003



Source : AMF

2) L'impact de la taille des OPCVM

Le nombre de produits gérés par rapport à la taille de leurs encours varie en fonction de leur classification. Les principaux écarts sont relevés entre les OPCVM monétaires, pour lesquels il existe une importante concentration (75 % des actifs sont gérés par des fonds d'une taille supérieure à 1 milliard d'euros), et les OPCVM diversifiés, pour lesquels seuls 25 % des actifs sont gérés par des OPCVM d'une taille supérieure à 1 milliard d'euros :

- les OPCVM ayant une capitalisation inférieure à 10 millions d'euros représentent environ 25 % du nombre total des OPCVM et moins de 1 % de l'encours total. Par rapport à 2004, leur nombre a baissé de 9 % ;
- les OPCVM dont l'actif est supérieur à un milliard d'euros représentent 2,5 % du nombre total des OPCVM et 41,7 % de l'encours total. Parmi ces véhicules,

Tableau 7

Répartition des OPCVM par classification en fonction de la taille de leur encours au 31 décembre 2005 (y compris nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (y compris Nourriciers)	> 1 MM		[0,5 - 1] MM		[0,1 -0,5] MM		[50 -100] M		[10-50] M		< 10 M		Total Général	
	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours	Nbre	En-cours
Encours en milliards d'euros au 31/12/2005	12	23,0	17	11,7	73	15,5	44	3,5	104	2,7	79	0,4	329	56,8
Actions françaises	7	12,8	14	10,5	69	14,8	47	3,2	115	2,9	73	0,3	325	44,5
Actions des pays de la communauté européenne	10	22,2	12	8,7	107	22,7	64	4,7	129	3,4	81	0,4	403	62,1
Actions de pays de la zone euro	6	10,3	25	17,8	203	43,9	162	12,2	290	7,9	209	0,9	895	92,9
Actions internationales	17	29,8	37	23,8	226	50,2	153	11,9	326	8,5	195	1,0	954	125,2
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	7	23,2	8	6,3	75	16,2	80	6,5	109	3,0	41	0,6	320	55,8
Obligations et/ou titres de créance internationaux	100	294,1	58	42,1	173	42,7	74	5,3	124	3,2	79	0,3	608	387,7
Monétaire euro	0	0,0	0	0,0	6	1,5	2	0,1	8	0,2	1	0,0	17	1,8
Monétaire à vocation internationale	34	64,1	61	42,6	435	88,5	364	25,9	1037	25,9	1003	4,0	2934	251,0
Diversifié	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	7	0,1	6	0,0	13	0,2
Garanti ou assorti d'une protection	0	0,0	10	6,4	162	33,9	149	10,9	330	9,2	109	0,6	760	61,0
Fonds à formule	1	1,6	4	2,5	40	7,7	28	2,0	72	2,1	55	0,3	200	16,2
OPCVM de fonds alternatifs	194	481,1	246	172,3	1569	337,6	1167	86,3	2651	69,2	1931	8,7	7758	1155,1
TOTAL	2,50 %	42 %	3,17 %	15 %	20,22 %	29 %	15,04 %	7 %	34,17 %	6 %	24,89 %	1 %	100,00 %	100 %

Source : AMF

les OPCVM classés monétaires euros représentent à eux seuls 25,4 % de l'encours total des OPCVM et 1,2 % du nombre total des OPCVM ;

– on constate qu'environ 35 % des OPCVM gèrent un peu plus de 6 % des encours, toutes classifications confondues.

2 Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

a) Les agréments délivrés à la création

Le nombre de FCIMT s'établissait à 33, contre 36 fin 2004, après la disparition de 6 fonds et la création de 3 fonds.

b) L'évolution des encours

L'encours total des FCIMT s'élevait à 542,5 millions d'euros contre 733,4 millions d'euros en 2004 soit une baisse de 26 %. Un seul fonds a un encours supérieur à 100 millions d'euros.

La performance moyenne sur l'année 2005 de l'ensemble des FCIMT s'élevait à 12,7 %, un peu plus de 80 % des fonds présentant une performance positive.

Outre la diminution du nombre de fonds, l'arrivée des fonds contractuels, en ouvrant d'autres perspectives d'investissement, a pu avoir un impact sur la collecte des FCIMT.

Tableau 8

Répartition des FCIMT en fonction de leur encours

En millions d'euros	> 100 M€	entre 10 et 100 M€	< à 10 M€	Total
Nombre de FCIMT en 2005	1	15	17	33
Encours cumulé au 31/12/2005	113,1	382,5	46,9	542,5
Nombre de FCIMT en 2004	1	14	21	36
Encours cumulé au 31/12/2004	172,4	485,7	75,3	733,40
Nombre de FCIMT en 2003	3	11	14	28
Encours cumulé au 31/12/2003	485,9	436,0	50,0	971,9
Nombre de FCIMT en 2002	2	11	16	29
Encours cumulé au 31/12/2002	368,5	413,8	54,0	836,3

Source : AMF

3 Les OPCVM d'épargne salariale

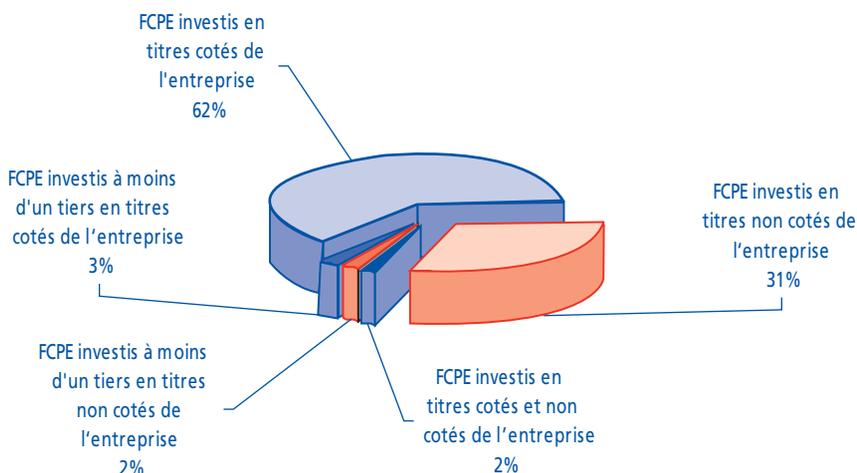
a) Les agréments délivrés à la création

Au 31 décembre 2005, 2 774 FCPE étaient en activité, 2 108 sont des fonds individualisés ou individualisés de groupe (FCPE réservés à une entreprise ou un groupe d'entreprises liées) et 666 sont des fonds multi-entreprises. Il existe également une SICAV d'actionnariat salarié.

898 FCPE sont investis en titres de l'entreprise⁷⁷ et représentent 32 % des FCPE soit 42,5 % des fonds individualisés ou individualisés de groupe. Près de deux tiers de ces fonds sont investis en titres cotés de l'entreprise (20 % de l'ensemble des FCPE).

Graphique 12

Répartition du nombre de FCPE investis en titres de l'entreprise au 31 décembre 2005



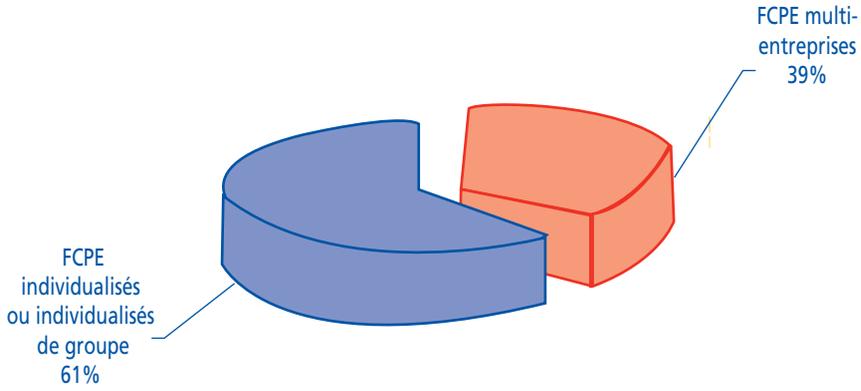
Sources : AMF

En 2005, le nombre de créations de FCPE a augmenté de 23 %, passant de 174 à 214. 61 % de ces fonds sont destinés à une entreprise ou un groupe d'entreprises spécifiques (FCPE individualisés ou individualisés de groupe).

⁷⁷ Il s'agit des fonds répondant aux classifications suivantes : FCPE investis en titres cotés de l'entreprise, FCPE investis en titres non cotés de l'entreprise, FCPE investis en titres cotés et non cotés de l'entreprise, FCPE investis à moins d'un tiers en titres cotés de l'entreprise, FCPE investis à moins d'un tiers en titres non cotés de l'entreprise. Les FCPE investis à moins d'un tiers en titres de l'entreprise le sont au minimum à hauteur de 10 %.

Graphique 13

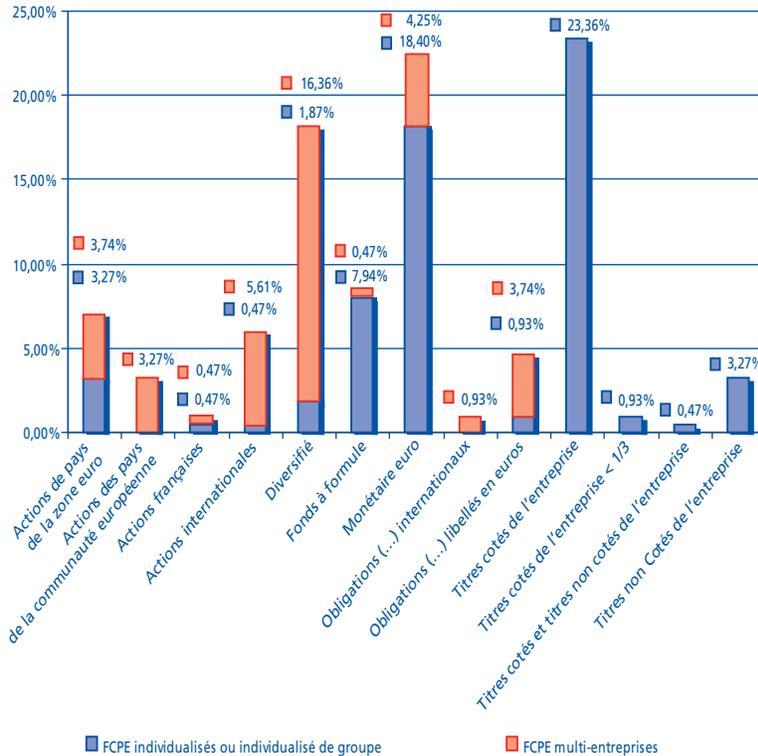
Répartition des agréments délivrés en 2005 par nature



Sources : AMF

Graphique 14

Répartition des agréments de FCPE délivrés en 2005 par nature et par classification



Sources : AMF

Parmi les fonds individualisés ou individualisés de groupe agréés en 2005, on note :

- une prédominance des fonds investissant en titres cotés de l'entreprise. Ces derniers représentaient, en effet, 84,3 % des fonds supports de l'actionnariat salarié⁷⁸ agréés en 2005. Si l'on compare la répartition du nombre d'agrément de fonds investis en titres de l'entreprise avec la répartition de l'ensemble des FCPE investis en titres de l'entreprise au 31 décembre 2005, on note que la part représentée par les fonds investis en titres non cotés de l'entreprise tend à se réduire (elle représente près de 10 % des FCPE au 31 décembre 2005, alors qu'elle ne représente qu'un peu plus de 3 % des FCPE agréés cette année) ;
- la création de nombreux fonds relais. Cette tendance est liée à l'importante quantité d'augmentations de capital observée durant l'année, les fonds relais étant précisément constitués en vue de souscrire à de telles opérations réservées aux salariés ;
- un nombre important de fonds à formule, représentant un peu plus de 7 % des agréments. La plupart de ces FCPE sont des fonds à effet de levier qui présentent la particularité d'offrir une performance liée à celle des titres d'une entreprise. Ces fonds viennent le plus souvent en complément d'une offre plus classique de FCPE investis en titres cotés de l'entreprise. Ils permettent d'étendre l'offre proposée en matière d'actionnariat salarié.

b) L'évolution des encours

L'encours global des FCPE est passé de 56,9 milliards d'euros fin 2004 à 68,8 milliards d'euros au 31 décembre 2005, soit une hausse des encours de 21 % après la pause constatée en 2004 du fait de la mesure autorisant les débloquages anticipés exceptionnels⁷⁹.

Tableau 9

Évolution des versements et des rachats dans les FCPE entre 2000 et 2005

Versements et rachats FCPE	2001		2002		2003		2004		2005	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Réserve spéciale de participation	3648	45,6	3532	44,5	3493	43,6	3738	42,3	6646	51,7
Versements des salariés et intéressement	3397	42,5	3454	43,6	3533	44,2	3876	43,9	4781	37,2
Versements complémentaires	956	11,9	944	11,9	978	12,2	1224	13,8	1419	11,1
Total des versements bruts	8001	100,0	7930	100,0	8004	100,0	8838	100,0	12846	100
Total des rachats	7764	97,0	7024	88,6	8157	101,9	16011	181,2	14633	113,9
Souscriptions nettes	237		906		-153		-7173		-1787	

Source : AMF

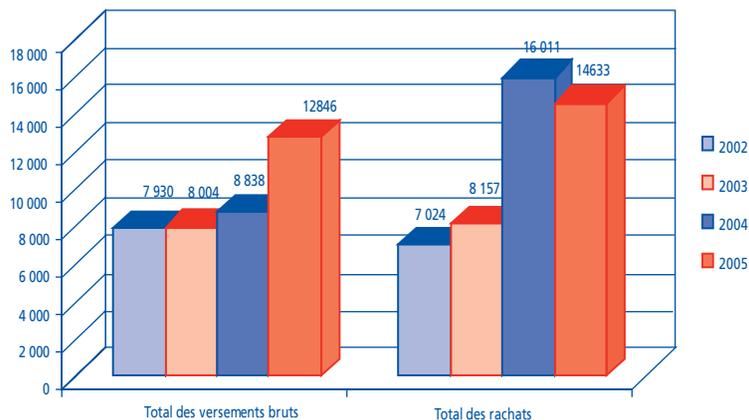
⁷⁸ Il s'agit des FCPE investis en titres de l'entreprise voir *supra* page 190.

⁷⁹ Débloquages exceptionnels prévus par la loi de soutien à la consommation et à l'investissement du 29 juillet 2004

La progression de la « réserve spéciale de participation » et des « versements des salariés et intéressement » doit se comparer en valeur d'une année sur l'autre. Ces évolutions sont conjoncturelles, elles sont liées aux bons résultats des entreprises.

Graphique 15

Évolution du total des versements et des rachats depuis 2002 en millions d'euros



Sources : AMF

Tableau 10

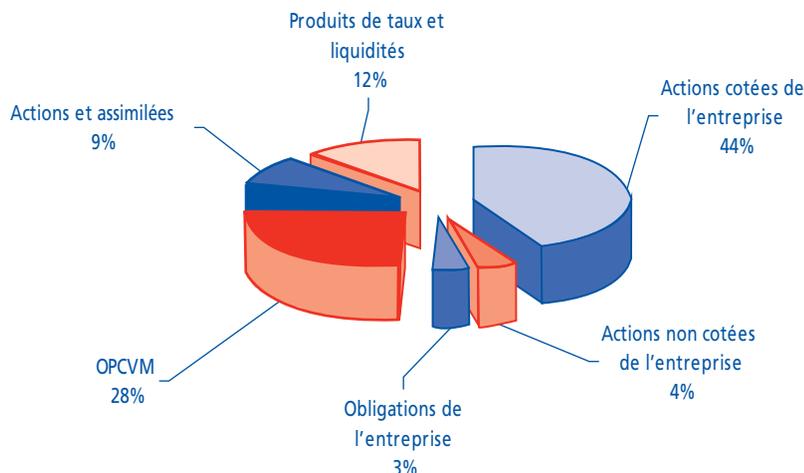
Répartition des encours des FCPE par types d'instruments financiers

Évolution des actifs nets (en milliards d'euros)	2001	2002	2003	2004	2005
Titres de l'entreprise	26,6	22,0	26,5	27,0	34,7
– dont actions cotées	22,0	17,5	21,7	22,5	29,5
– dont actions non cotées	2,8	2,6	2,8	2,5	2,8
– dont obligations	1,8	1,9	2,0	2	2,4
OPCVM	10,0	12,5	14,8	14,4	19,1
Actions et assimilées	11,7	7,5	7,7	8,7	6,5
Produits de taux et liquidités	4,9	5,4	7,0	6,8	8,5
Actif net	53,2	47,4	56,0	56,9	68,8

Source : AMF

Graphique 16

Répartition des encours des FCPE par types d'instruments financiers



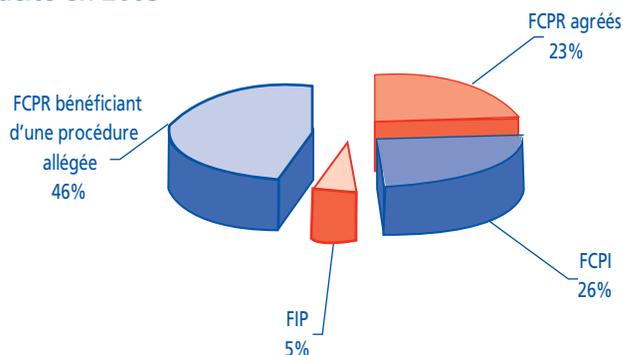
Source : AMF

4 Les OPCVM de capital investissement

Au 31 décembre 2005, il existait 602 fonds communs de placement à risques (FCPR) en activité, dont 155 fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et 29 fonds d'investissement de proximité (FIP), contre 514 FCPR au 31 décembre 2004.

Graphique 17

Répartition du nombre l'OPCVM de capital investissement en capacité en 2005



Source : AMF

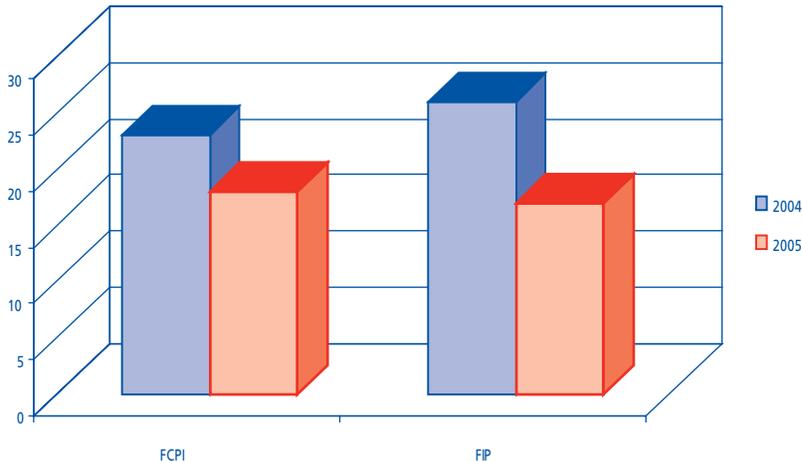
a) Les agréments délivrés à la création

En 2005, 41 FCPR ont fait l'objet d'un agrément contre 51 l'an dernier. Le nombre d'agréments délivrés a baissé de 19 % en 2005. Cet infléchissement

est ressenti à la fois sur les FCPI, dont le nombre d'agréments passe à 18 en 2005, contre 23 en 2004, mais surtout sur les FIP, dont le nombre d'agréments délivrés en 2005 est de 17, contre 26 l'année dernière.

Graphique 18

Nombre d'agréments des OPCVM de capital investissement délivrés en 2004 et 2005



Source : AMF

b) Les déclarations d'enregistrement

En 2005, 65 FCPR bénéficiant d'une procédure allégée ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, soit une hausse de 110 %.

On note la création de nombreuses gammes de fonds. Parmi les 36 sociétés de gestion qui ont déclaré des fonds en 2005, 11 d'entre elles l'ont fait pour plus de 2 FCPR. Environ les deux tiers de ces fonds couvrent le secteur du capital transmission (parfois en combinaison avec le secteur du capital développement).

c) L'évolution des encours

La somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait au 31 décembre 2005 à 18 milliards d'euros, soit une hausse de 44,8 % par rapport à l'année précédente. Cette évolution a été intégralement portée par la collecte sur de nouveaux produits et de nouveaux investissements.

Au cours de cette année, la libération des engagements de souscription a représenté 9,6 milliards d'euros et les fonds ont collecté 16,3 milliards d'euros.

Tous types de produits confondus, les produits créés en 2005 totalisaient une levée de fonds de 13 milliards d'euros.

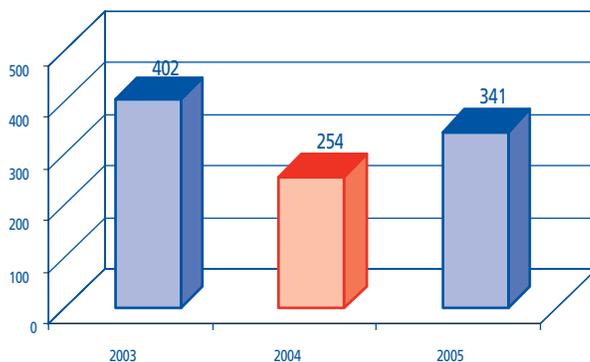
5 Les autorisations de commercialisation des OPCVM de droit étranger

Au cours de l'année 2005, 341 OPCVM ou compartiments coordonnés agréés au sein de l'un des États de l'Espace économique européen ont bénéficié d'une autorisation de commercialisation en France délivrée par l'AMF, représentant une hausse de 34 %.

L'année 2004 avait connu un ralentissement de cette activité, lié à l'entrée en vigueur de la directive OPCVM⁸⁰ modifiée, qui prévoyait des dispositions transitoires soulevant de nombreuses questions quant à leur application. Les recommandations⁸¹ du CESR, publiées en février 2005, ont précisé les modalités pratiques de mise en œuvre des dispositions sur les demandes de commercialisation par les OPCVM étrangers.

Graphique 19

Évolution du nombre d'autorisations de commercialisation délivrées depuis 2003



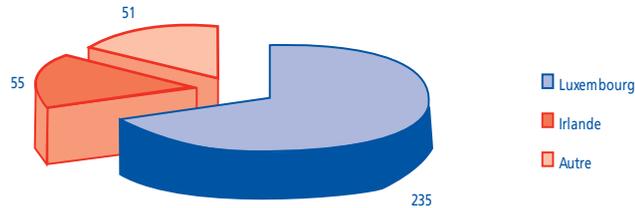
Source : AMF

⁸⁰ Directive 85/611/CEE modifiée par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE.

⁸¹ Revue mensuelle de l'AMF n° 16, juillet – août 2005.

Graphique 20

Répartition par origine du nombre d'autorisations de commercialisation délivrées par l'AMF



Source : AMF

C Les agréments délivrés en cours de vie des OPCVM

1 Les agréments de mutation hors fusion

En 2005, l'AMF a agréé près de 7 700 mutations d'OPCVM (OPCVM à vocation générale, FCIMT, OPCVM d'épargne salariale et OPCVM de capital investissement). Une hausse d'environ 15 % a été enregistrée en 2005. En effet, en 2004, un peu plus de 6 700 mutations avaient été enregistrées.

Le rythme d'agrément, très soutenu, s'explique, notamment, par le nombre important de passages au prospectus des OPCVM à vocation générale⁸² : un peu plus de 1 200 OPCVM ont fait l'objet d'un agrément dans le cadre du passage au prospectus sur l'année 2005.

Les autres mutations relèvent des cas prévus dans les instructions n° 2005-01 et n° 2005-05. 55 % des agréments sont délivrés pour des « mutations de masse ». Il s'agit d'un agrément délivré pour un groupe d'au moins 15 OPCVM. Ces mutations sont liées le plus souvent à des restructurations ou à des changements de prestataires. En 2005, parmi les opérations les plus importantes (ayant regroupé le plus de dossiers) figuraient un changement de dépositaire au sein d'un grand groupe et le changement de sociétés de gestion, à la suite de restructurations au sein de groupes.

2 Les agréments de fusions

Les agréments de fusions entre OPCVM ont eu tendance à diminuer en 2005 (568) soit une baisse de 8 %.

La pause, constatée en 2004 sur les fusions entre OPCVM à vocation générale, perdure. Toutefois, le nombre encore soutenu de fusions s'explique par le travail de rationalisation de gamme de FCPE déjà entrepris en 2004.

⁸² Voir *supra*, page 149 sur le passage au prospectus des OPCVM à vocation générale

4 L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Au 31 décembre 2005, il existait 42 sociétés de gestion exerçant une activité de gestion de SCPI⁸³.

A La collecte des encours

La collecte brute s'est élevée en 2005 à 1 466,8 millions d'euros, contre 1 197,1 millions d'euros en 2004.

La collecte primaire représente les augmentations de capital. En 2005, 44 SCPI ont collecté pour une levée de 1 188 millions d'euros, contre 909,6 millions d'euros en 2004.

La collecte, en hausse de 30 %, par rapport à 2004, a été réalisée à hauteur de 70 % par des SCPI investies en immobilier commercial, le solde ayant été réalisé par les SCPI fiscales d'habitation.

La moitié de la collecte a été réalisée par 15 SCPI, gérées par 5 sociétés de gestion représentant 3 groupes.

Par ailleurs, le montant des échanges de parts intervenus par le biais du dispositif d'échange mis en place au quatrième trimestre de l'année 2002, obtenu en multipliant le nombre de parts échangées par le prix de souscription ou le prix d'exécution à la fin 2005, ressort à 278,8 millions d'euros, contre 287,5 millions d'euros en 2004.

La capitalisation totale des SCPI, obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part au 31 décembre 2005, s'élève à 13,2 milliards d'euros, contre 11,5 milliards d'euros fin 2004.

Le prix de la part est défini comme étant, pour les SCPI à capital variable ou les SCPI à capital fixe en cours d'augmentation de capital le prix de souscription. En 2005, la capitalisation pour les SCPI à capital variable ou les SCPI à capital fixe en cours d'augmentation de capital s'est élevée à 5,7 milliards contre 5,1 milliards en 2004. Pour les SCPI à capital fixe « fermées⁸⁴ », il est défini comme le dernier prix d'exécution du marché secondaire. En 2005, la capitalisation, pour ces dernières était de 7,5 milliards contre 6,4 milliards en 2004.

B La politique d'investissement

Les acquisitions réalisées en 2005 par les SCPI représentent un montant de 1,1 milliard d'euros, contre 665,5 millions en 2004 ; elles ont porté

⁸³ Voir *supra* page 161 du présent chapitre, sur les OPCl.

⁸⁴ Ces SCPI sont fermées à la souscription et ne collectent plus sur le marché primaire.

pour 70 %, sur de l'immobilier de bureaux situés, pour 40 %, en région parisienne.

Cette année, quatre SCPI s'inscrivant dans le dispositif fiscal prévu par la loi urbanisme et habitat du 2 juillet 2003 ont été créées afin d'investir en immobilier résidentiel, contre sept en 2004. Elles ont collecté 157 millions d'euros, soit 13 % de la collecte.

Pour la première fois depuis 2001, deux SCPI investies en immobilier commercial ont été créées. Il s'agit de SCPI recourant à l'emprunt et destinées à des catégories d'investisseurs institutionnels ou privés « haut de gamme ».

C Le marché secondaire

1 Les parts en attente de revente à fin 2005

À la fin de l'année 2005, 46 000 parts étaient en attente de revente et représentaient 0,12 % de la totalité des parts de SCPI, contre 0,26 % à fin 2004.

2 L'activité du marché secondaire au cours de l'année

En 2005, 951 000 parts ont été échangées, contre 886 000 parts en 2004, ce qui représente 2,4 % de la totalité des parts, contre 2,3 % en 2004.

3 L'évolution du prix des parts

71 SCPI à capital fixe « fermées » ont vu leur prix augmenter en moyenne de 14 % en 2005 tandis que 9 ont connu une baisse en moyenne de 9,2 %. Pour 27 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 6,7 % contre 4,4 % en 2004.

D Les opérations concernant les SCPI

En 2005, l'AMF a délivré 37 visas à des SCPI, contre 31 en 2004 :

- 6 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
- 11 en raison de mises à jour de note d'information consécutives à des augmentations de capital de SCPI à capital fixe ;
- 20 dans le cadre de mises à jour résultant notamment de la limitation de la responsabilité des associés et du dispositif d'échanges de parts.

Au 31 décembre 2005, le nombre de SCPI existantes s'élevait à 134, contre 139 fin 2004.

Le nombre de dissolutions est constant par rapport à 2004. Elles ont concerné 8 SCPI contre 9 en 2004.

À fin 2005, 61 SCPI étaient en cours de dissolution.

5 L'évolution des autres véhicules

A Les fonds communs de créances

1 Les émissions des fonds communs de créances (FCC)

En 2005, 35 fonds communs de créances et compartiments ont été créés (contre 33 en 2004) parmi lesquels 4 ont fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 4 en 2004).

Ces FCC ont émis 5,9 milliards d'euros dans le cadre d'un appel public à l'épargne (FCC « publics ») (contre 6,4 en 2004).

2 Les fonds et compartiments enregistrés et leurs opérations

L'AMF a enregistré, en 2005, trois documents de référence relatifs à des FCC. Il s'agit du document d'un FCC à compartiments et celui de son premier compartiment ainsi que celui d'un nouveau compartiment d'un fonds existant.

L'un des fonds enregistrés au cours de l'année portait sur une nouvelle catégorie d'actifs sous-jacents et présente une économie particulièrement innovante. Ce FCC était destiné à acquérir des risques provenant du portefeuille de polices d'assurance automobiles d'une société d'assurance. Plus précisément, l'objet du FCC était de permettre à la société d'assurance de transférer au marché le risque que le *loss ratio* correspondant à ce portefeuille, (soit le rapport « indemnités versées/primes perçues »), excède un niveau plafond, redéfini chaque année par cette société d'assurance sous le contrôle de deux agences de notations. Les obligations émises par ce FCC ont représenté 200 millions d'euros.

Les deux autres fonds, dont l'un à compartiments, ont vocation à accueillir des créances résultant de crédits à la consommation aux particuliers. Toutefois, les créances acquises par l'un de ces fonds correspondent à des crédits délivrés en vue de restructurer des crédits à la consommation existants. Ces deux fonds représentent respectivement 1,5 milliard et 185 millions d'euros.

En outre, l'AMF a enregistré le quatrième compartiment d'un fonds créé en 2001 titrisant des crédits aux particuliers destinés à l'acquisition de véhicules automobiles. Les obligations émises par ce compartiment ont représenté un montant de 450 millions d'euros.

Enfin, un fonds commun de créances enregistré par la Commission des opérations de bourse en 2002, doté de la faculté d'émettre des parts en cours de vie, a procédé à deux émissions de parts en contrepartie de créances résultant des prêts immobiliers pour un montant total de 3,6 milliards d'euros.

L'ensemble de ces opérations (six) a fait l'objet de visas en vue de l'admission aux négociations des parts à la bourse de Paris.

3 Les encours

Au 31 décembre 2005 il existait 171 FCC (contre 182 fin 2004) qui représentaient un encours global de 74,1 milliards d'euros (contre 76,2 milliards fin 2004), dont 20,5 milliards d'euros (soit 19 %) correspondent aux 33 FCC ayant fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 18,7 milliards et 38 FCC fin 2004).

B Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

Sur la base d'une enveloppe fiscale globale de 56 millions d'euros allouée par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, l'AMF a délivré en novembre et décembre 2005 :

- 12 visas à l'occasion de constitution de SOFICA, pour un montant représentant 39,43 millions d'euros ;
- trois visas à l'occasion d'augmentations de capital de SOFICA, pour un montant représentant 6,57 millions d'euros ;
- 14 visas complémentaires, attribués à certaines de ces SOFICA, représentant 13,65 millions d'euros.

Soit 29 visas en 2005, contre 18 en 2004. Deux visas ont été abandonnés faute de collecte suffisante par les SOFICA concernées et trois visas ont fait l'objet d'une réduction du montant de collecte autorisée pour un montant de 3,65 millions d'euros.

Le montant collecté au cours de l'année 2005 a représenté 51,5 millions d'euros, soit une hausse de 11,9 % par rapport à 2004 où la collecte s'est élevée à 46 millions d'euros.

Six SOFICA disposent d'un mécanisme de garantie de rachat proposé, pour quatre d'entre elles, par des établissements financiers et, pour les deux autres, par des sociétés commerciales. Dans ce dernier cas, une information minimum sur les garants était déjà exigée auparavant ainsi qu'un avertissement. Ces exigences ont été renforcées à la rubrique « facteurs de risques » du prospectus et substituées à l'avertissement AMF supprimé conformément à la directive Prospectus⁸⁵.

Enfin, une SOFICA a institué des frais de gestion variables dont le versement intervient dès lors qu'un certain pourcentage des sommes investies est récupéré par la SOFICA sous forme de recettes. La rubrique « facteurs de risques » du prospectus met en exergue l'existence de ce mécanisme de commissionnement qui diffère des commissions de surperformance mises en œuvre dans les OPCVM, et son impact sur la rentabilité du placement.

⁸⁵ Voir *supra* chapitre II page 89.

C Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

Ces sociétés anonymes ont pour objet exclusif l'achat en copropriété de navires de pêche exploités de façon directe et continue par des artisans pêcheurs ou des sociétés de pêche artisanale répondant à certaines conditions.

Elles bénéficient du dispositif de déduction fiscale prévu par l'article 27 de la loi du 18 novembre 1997 sur la pêche maritime et les cultures marines.

L'AMF a délivré deux visas en 2005 contre huit en 2004, à l'occasion de la constitution de SOFIPÊCHE par appel public à l'épargne.

Les montants recueillis auprès du public s'élèvent à 5,7 millions d'euros, contre 2,5 millions en 2004.

Pour chacune des SOFIPÊCHE constituées, des garanties de rachat ont été accordées par des établissements bancaires ; elles portent soit sur les actions de la SOFIPÊCHE soit sur les parts de copropriété de navires que détient la SOFIPÊCHE.

D Les sociétés d'épargne forestière (SEF)

La société d'épargne forestière a été introduite par la loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 dans le cadre d'un important dispositif d'incitations financières à l'intérieur duquel figurent des dispositions encourageant les investissements forestiers.

Le 25 janvier 2005, l'Autorité des marchés financiers a agréé la première société de gestion de SEF. Cet agrément est restreint à la gestion de SEF dédiées à des sociétés appartenant au même groupe. Dans ce cadre, une société d'épargne forestière a été créée.

E Les biens divers

En 2005, l'AMF n'a délivré aucun numéro d'enregistrement de document d'information portant sur les placements en biens divers dans le cadre des articles L. 550-1 à L. 550-5 du code monétaire et financier.

6 L'agrément des associations professionnelles de conseillers en investissements financiers

Au 31 décembre 2005, l'AMF avait agréé quatre associations professionnelles de conseillers en investissements financiers. Deux nouvelles associations ont été agréées au début de l'année 2006.

Au 1^{er} mars 2006, les associations professionnelles agréées étaient mes suivantes :

– l'Association des analystes conseillers en investissements financiers (AACIF), association nouvellement créée par la SFAF (Société française d'analystes financiers) ayant vocation à regrouper les adhérents de la SFAF qui exercent une activité de conseil en investissements financiers, plus particulièrement du conseil en haut de bilan ;

– l'Association française des conseillers en investissements financiers, conseils en gestion de patrimoine certifiés (CIF CGPC), association créée par la CGPC et qui réunit principalement les personnes physiques certifiées par la CGPC, ou en cours de certification, et les personnes morales dont les dirigeants et salariés exerçant l'activité de CIF seront eux-mêmes certifiés par la CGPC ou en cours de certification. La CIF CGPC accueille également, sous certaines conditions, des CIF non certifiés. L'ensemble des adhérents de CIF CGPC exerce l'activité traditionnelle de gestion de patrimoine.

– l'Association nationale des conseillers en investissements financiers CIF (ANACOFI-CIF), association créée par l'ANACOFI, qui regroupe des personnes physiques et morales exerçant le métier de conseillers en investissements financiers et fédère d'autres groupements ou associations ayant parmi leurs membres des personnes morales et des personnes physiques exerçant des activités de conseillers en investissements financiers. Ses adhérents exercent principalement une activité traditionnelle de conseil en gestion de patrimoine ;

– la Chambre des indépendants du patrimoine (CIP), association créée en 1996, regroupant des adhérents pouvant avoir le statut de conseillers en investissements financiers, de courtier en assurance, de démarcheur bancaire et financier ou exercer l'activité de conseil juridique approprié ;

– la Chambre nationale des conseillers en investissements financiers (CNCIF), association nouvellement créée par la CNCEF (Chambre nationale des conseillers experts financiers) regroupant exclusivement les adhérents de la CNCEF qui exercent une activité de conseil en investissements financiers.

La CCIF regroupe aussi bien des conseillers en investissements financiers exerçant une activité de conseil en haut de bilan que des conseillers exerçant une activité de conseil dans les autres domaines définis par la loi ;

– la Compagnie des conseillers en investissements financiers (CCIF), association nouvellement créée par la CCEF (Chambre nationale des conseillers experts financiers). Cette association n'est pas strictement réservée aux membres de la CCEF.

7 Le fichier des démarcheurs bancaires ou financiers

La loi de sécurité financière a réformé le cadre du démarchage⁸⁶. En application de l'article L. 341-7 du code monétaire et financier et sur la base du décret n° 2004-1018⁸⁷, le fichier permettant l'enregistrement des personnes morales ou physiques habilitées à procéder au démarchage bancaire ou financier a été mis en place.

Ce fichier, géré par les services de la Banque de France, est commun aux trois autorités bancaires et financières françaises⁸⁸. Il est alimenté depuis le 1^{er} mars 2005 et ouvert à la consultation depuis le 31 mars 2005. À fin décembre 2005, le fichier comprenait environ 200 000 personnes référencées (personnes physiques et personnes morales) et donnait lieu à une moyenne mensuelle de 6 500 consultations du site internet dédié (www.demarcheurs-financiers.fr).

Au cours de l'année 2005, une requête en annulation du décret a été introduite par la Fédération bancaire française (FBF) devant le Conseil d'État. Le Conseil d'État a statué le 16 janvier 2006 et décidé l'annulation du seul article 2 du décret n° 2004-1018 (article D. 341-10 du code monétaire et financier) au motif que cette disposition était contraire à la loi. Cet article faisait obligation aux personnes morales exerçant une activité de crédit, d'investissement, d'assurance ou de capital risque, de déclarer elles-mêmes les démarcheurs personnes physiques relevant des personnes morales qu'elles peuvent mandater.

8 L'évolution des infrastructures de marché

Dans un contexte de poursuite de l'intégration des activités des infrastructures de marché et de *post*-marché en Europe, l'exercice 2005 a été riche en projets.

Les travaux d'évaluation de ces projets ont été conduits par les autorités françaises en coordination étroite avec les banques centrales et régulateurs belges, néerlandais, portugais et britanniques compétents pour le contrôle des groupes Euronext, LCH. Clearnet et Euroclear.

⁸⁶ Voir Rapport annuel de l'AMF 2004 p. 139.

⁸⁷ Décret n° 2004-1018 du 28 septembre 2004 relatif au fichier des personnes habilitées à exercer une activité de démarchage bancaire et financier, désormais codifié aux articles D 341-9 et suivants du code monétaire et financier.

⁸⁸ AMF, Comité des entreprises d'assurance (CEA) et Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).

S'agissant de l'entreprise de marché Euronext, les divers projets d'offres sur le *London Stock Exchange* (LSE) ont constitué les événements majeurs de l'année 2005 même s'ils n'ont pas eu d'impact concret sur le fonctionnement ou l'organisation de l'entreprise de marché.

Pour ce qui concerne la chambre de compensation LCH. Clearnet SA, également dans l'attente des résultats des projets d'offres sur le LSE et de leurs éventuelles conséquences en termes, notamment, d'actionnariat, l'exercice a été essentiellement marqué par diverses clarifications de ses règles de fonctionnement ainsi que par le projet, non encore finalisé et en cours d'évaluation, d'une réorganisation du mode de fonctionnement interne du groupe.

S'agissant enfin, du dépositaire central, gestionnaire de système de règlement-livraison, Euroclear France, l'exercice a été marqué par la signature et la publication du protocole d'accord entre autorités en charge du contrôle du groupe Euroclear SA.

A L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext

La régulation d'Euronext NV et de ses filiales entreprises de marché (Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Lisbonne, Euronext Paris et Liffe) a continué à faire l'objet d'une régulation conjointe pour les sujets d'intérêts communs à travers des réunions régulières du Comité des Présidents⁸⁹, du Comité de pilotage et des groupes de travail spécialisés.

1 Les offres sur le *London Stock Exchange* (LSE)⁹⁰

Lancé fin 2004 avec l'annonce par *Deutsche Börse AG* (DBAG) d'un projet d'offre non sollicitée sur le *London Stock Exchange* (LSE), le jeu des offres concurrentes sur le LSE s'est poursuivi tout au long de l'année 2005.

L'offre de la bourse de Francfort annoncée en décembre 2004, et la contre-offre du groupe Euronext présentée formellement en février 2005⁹¹, ont fait l'objet, le 29 mars 2005, d'une décision de l'*Office of Fair Trading* britannique (OFT), de renvoi pour examen devant la *Competition Commission*. Après une première annonce des points principaux, en juillet 2005, les conclusions définitives de l'autorité britannique de la concurrence ont été publiées en novembre 2005.

Pour l'essentiel, elles consistent à autoriser le rachat du LSE tout en préservant l'autonomie de cette bourse dans le choix de ses mécanismes de compensation et de règlement livraison. A l'échelon capitalistique, l'approche de la *Competition Commission* se traduit par l'exigence que les

⁸⁹ La FSA britannique, l'AFM néerlandaise, la CBFA belge, la CMVM portugaise et l'AMF.

⁹⁰ Texte arrêté au 28 mars 2006.

⁹¹ Voir rapport AMF 2004 page 169.

groupes Euronext et DBAG ne conservent pas plus de 15 % du capital et des droits de vote de leurs chambres de compensation et un seul représentant à son conseil d'administration.

Préalablement, la direction de Deutsche Börse avait annoncé le retrait de son offre le 5 mars 2005, sans toutefois exclure de nouvelle offre en cas d'initiative concurrente notamment d'Euronext. Par ailleurs, le 15 août 2005, un nouvel acteur, la banque d'affaires australienne *Macquarie Bank*, est entré en lice en faisant connaître son intérêt pour le LSE. À la demande du *Takeover Panel* britannique, *Macquarie Bank* a confirmé par la suite, le 15 décembre 2005, son offre sur la bourse londonienne, totalement en espèces, au prix de 580 pence l'action, soit une valorisation de l'entreprise de marché britannique à environ 2,2 milliards d'euros. L'offre de *Macquarie Bank* était également assortie d'une garantie de préservation du statut de la bourse, actuellement supervisée par la *Financial Services Authority* britannique en tant que *Recognised Investment Exchange* (RIE). Faisant suite à cette proposition, la direction du LSE a rapidement fait connaître son refus, contestant le prix proposé et la crédibilité stratégique et commerciale de l'offre.

L'offre formulée par *Macquarie Bank* est arrivée à échéance le 28 février 2006 en ne ralliant qu'une infime minorité des actionnaires de la bourse britannique (0,3 % du capital, selon les chiffres publiés par *Macquarie Bank*). En conséquence, le groupe australien a confirmé le même jour, comme il l'avait annoncé le 20 février, son intention de ne pas proroger son offre d'acquisition du marché londonien.

L'annonce faite, le 10 mars 2006, par le marché américain Nasdaq d'une offre d'achat portant sur le LSE a constitué un développement marquant dans la compétition entre entreprises de marché pour l'acquisition de la Bourse de Londres. Cette offre, qui valorise l'action du LSE à 950 pence, soit une prime de 8 % vis-à-vis du cours de clôture du 10 mars, et prévoit un règlement exclusivement en espèces, représente une surenchère notable vis-à-vis des offres précédentes. Bien qu'ayant fait l'objet d'un refus de la direction du LSE jugeant son prix insuffisant, le projet du Nasdaq a contribué à modifier en profondeur les perspectives de consolidation boursière européenne, tant vis-à-vis de la Bourse de Londres qu'en matière d'évolution et de rapprochement éventuel des groupes Euronext et *Deutsche Börse*.

2 La communication des groupes Euronext et *Deutsche Börse AG* relative à une consolidation boursière

À la suite de rumeurs, reprises dans la presse française et internationale, relatives à un rapprochement entre la Bourse de Francfort (*Deutsche Börse AG*) et Euronext, et devant l'évolution du cours du titre coté sur le compartiment A d'Eurolist, l'AMF a, conformément aux dispositions de l'article 222-7 de son règlement général, invité par lettre les deux protagonistes à porter à

la connaissance du public leurs intentions au regard d'une éventuelle opération.

L'article 222-7 dispose en effet que toute personne qui prépare pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits de porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération.

En réponse à cette correspondance, Euronext NV, ainsi que le groupe *Deutsche Börse AG* ont tous deux confirmé avoir eu des échanges tout en indiquant, qu'en l'état actuel, ces derniers n'appelaient pas d'autre commentaire⁹², ce qui signifiait que les discussions avaient cessé.

Depuis leur communication de décembre 2005 à l'AMF, les deux groupes ont fait part à plusieurs reprises de leurs positions respectives vis-à-vis d'une éventuelle consolidation de leurs activités. Dans un contexte d'évolution rapide, ces approches ont fait l'objet d'adaptations et de rapprochements graduels qui ne semblaient nullement définitifs à la date de rédaction du présent rapport.

Dans le cadre de sa communication stratégique, le groupe Euronext a formulé, le 6 février 2006, trois conditions essentielles en matière de rapprochement boursier avec *Deutsche Börse AG*. Ces exigences concernaient, en premier lieu, la séparation des infrastructures de compensation et de règlement-livraison du nouvel ensemble consolidé. Elles portaient, en deuxième lieu, sur la préservation d'une gouvernance locale des différents marchés nationaux, garantissant le respect de leur cadre juridique propre. La troisième condition avait trait à l'implantation et au statut juridique du nouveau groupe qui pourrait être issu d'un tel rapprochement, dont Euronext souhaitait qu'ils garantissent sa neutralité.

Le groupe *Deutsche Börse AG* a fait connaître, le 21 février 2006, à l'occasion de la publication de ses résultats pour l'exercice 2005, ses axes majeurs en matière de consolidation. Ils comprenaient notamment le souhait d'une rationalisation des fonctions centrales, préférentiellement à Francfort, l'engagement de ne pas étendre le modèle de silo en matière de règlement livraison aux places financières autres que Francfort. Ces orientations comportaient également une ouverture en matière de compensation avec l'offre d'un recours à une chambre de compensation pouvant être autre que celle du groupe *Deutsche Börse* (Eurex Clearing AG). Par ailleurs le groupe allemand a indiqué son attachement au maintien d'entités nationales pour la gestion des différentes entreprises de marché locales qui dépendraient du nouvel ensemble consolidé.

⁹² Voir communiqué de presse publié par l'AMF le 21 décembre 2005 intitulé « l'AMF fait le point sur les rumeurs d'offres concernant Euronext NV ».

L'offre du Nasdaq sur le LSE, évoquée précédemment, a suscité un certain repositionnement de la communication des groupes Euronext et *Deutsche Börse* en matière de rapprochement de leurs entreprises.

Faisant suite à l'annonce du Nasdaq, le groupe Euronext a fait savoir, à l'occasion de la présentation de ses résultats annuels 2005, le 13 mars 2006, que l'offre américaine représentait une modification des circonstances qui l'avait conduit à formuler son intention d'offre sur le LSE. Tout en annonçant continuer de suivre de près la situation, le groupe Euronext a indiqué se féliciter d'être le « partenaire préféré » de Deutsche Börse. En dépit des différences de vues subsistant sur les différents modèles de marché, le groupe Euronext a fait savoir qu'il entendait poursuivre les discussions avec Deutsche Börse en vue d'un rapprochement.

À la date de rédaction du présent rapport⁹³, le jeu des différents acteurs de la consolidation des places européennes semblait extrêmement ouvert. L'incertitude prévalait tant en matière d'offre sur le LSE, pour laquelle la possibilité d'une surenchère d'autres entreprises de marché était évoquée par de nombreux analystes, qu'en matière de rapprochement entre marchés boursiers européens.

3 Le décret n° 2005-1744 du 30 décembre 2005 relatif à l'actionnariat des entreprises de marché

En matière de transparence de l'actionnariat des entreprises de marché de droit français, le décret n° 2005-1744 du 30 décembre 2005, portant application de l'article L. 441-1 du code monétaire et financier, a constitué une étape importante. Le nouveau cadre réglementaire permet en effet d'appréhender le franchissement des principaux seuils⁹⁴ de contrôle au sein des entreprises de marché, en termes de capital et de droits de vote, tant directement qu'indirectement, y compris lorsque ces situations résultent d'une action de concert.

Faisant suite à la publication du décret, plusieurs actionnaires ont déclaré à l'AMF le niveau de leur participation dans le capital du groupe Euronext NV.

4 L'acquisition par le groupe Euronext de MTS Spa

Les régulateurs d'Euronext ont également examiné les questions soulevées par l'offre conjointe déposée par Euronext et *Borsa Italiana* pour l'acquisition d'au moins 51 % de MTS Spa, acteur majeur du marché secondaire des Emprunts d'État, tant en Italie sous forme de marché réglementé qu'au travers de ses filiales en Europe constituées sous forme de systèmes multilatéraux de négociations (Royaume-Uni, France). Au-delà des autorisations nationales nécessaires le cas échéant, aux changements d'actionnaires des filiales européennes de MTS Spa, les régulateurs d'Euronext ont considéré que cette acquisition n'était pas de nature, compte tenu de ses caractéristiques actuelles,

⁹³ Texte arrêté le 28 mars 2006.

⁹⁴ Doivent être déclarés les franchissements des seuils suivants : le dixième, le cinquième, le tiers, la moitié et les deux tiers des actions ou des droits de vote.

à affecter le bon fonctionnement des marchés d'Euronext en pesant sur leurs ressources humaines, techniques ou financières et ont donné leur accord à cette acquisition, conformément aux termes de l'accord pour la régulation et la supervision coordonnées des marchés d'Euronext qui les unit⁹⁵.

5 L'harmonisation des règles de marché réglementé

L'harmonisation des règles de marché s'est poursuivie avec l'adoption, en mars 2005, du chapitre VI du Livre I des règles d'Euronext (dispositions harmonisées pour les marchés Euronext et Euronext-Liffe). Ce chapitre rassemble et unifie, dans une très large mesure, pour les marchés au comptant d'Euronext, les conditions d'admission à la négociation des instruments financiers sur Eurolist, qui rassemble désormais en un marché réglementé et en une cote unique les anciens Premier et Second marchés, d'une part, et le Nouveau marché, d'autre part.

Figurent ainsi dans le chapitre 6, les exigences à satisfaire par les émetteurs lors de l'admission de leurs instruments financiers sur Eurolist, la documentation à produire et les engagements de souscrire (notamment en matière d'information du marché). Y est également posé le principe d'une organisation possible du marché en plusieurs compartiments fondés sur la capitalisation des émetteurs présents ainsi que de l'existence d'un compartiment spécial réservé aux entreprises en difficultés.

L'AMF a également approuvé, le 22 décembre 2005, la modification par Euronext Paris des règles harmonisées concernant un relèvement du montant minimal des transactions de blocs sur fonds cotés, fréquemment appelés ETF (*Exchange Traded Funds*). Le nouveau montant retenu est d'1,5 million d'euros (contre cinq millions précédemment). D'une manière générale, le régime des transactions de blocs, tel que modifié, vise des transactions de montant élevé pour lesquelles il autorise à titre dérogatoire, une négociation bilatérale, hors du mode de confrontation généralisé des ordres que constitue le carnet d'ordres central.

Le Livre II, qui contient les dispositions non harmonisées, continue de préciser, dans sa partie française, que l'admission à la négociation est prononcée par l'entreprise de marché, sous réserve du droit d'opposition de l'AMF. Ces règles prévoient des dispositions spécifiques relatives à l'admission à la négociation des fonds cotés (ETF) et des bons d'options (*warrants*), et décrivent les procédures d'introduction sur le marché réglementé français. Il précise enfin que le marché Eurolist est une « cote officielle ».

En outre, les régulateurs des marchés au comptant d'Euronext se sont mis d'accord sur une procédure de concertation en cas de demande de suspension, à la demande de l'un d'entre eux, d'une valeur multi-cotée ou multi-négociée sur les marchés d'Euronext.

⁹⁵ Voir Rapport annuel AMF 2001, page 37.

6 La création d'Alternext

Le 17 mai 2005, Euronext Paris a lancé le marché Alternext⁹⁶ qui constitue le second volet de la réforme de la cote annoncée au cours de l'été 2004. Alternext est un système multilatéral de négociations organisé au sens de l'article 525-1 du règlement général, c'est-à-dire un marché organisé par l'entreprise de marché mais non réglementé. En conséquence, les directives européennes Abus de marché et Transparence ainsi que le règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales qui ne couvrent que les marchés réglementés, ne s'appliquent pas aux instruments financiers cotés sur Alternext.

Néanmoins, afin d'assurer une plus grande protection des investisseurs et des actionnaires sur ce marché, les dispositions du livre VI du règlement général de l'AMF relatives aux abus de marché et celles du livre II concernant la procédure de garantie de cours en cas de cession d'un bloc de contrôle s'appliquent sur Alternext.

Les règles d'organisation d'Alternext prévoient deux procédures d'admission. Dans les deux cas, un historique de deux années de comptes seulement est requis. La première procédure consiste en une cotation directe après un placement privé qui doit avoir été réalisé au cours des deux années précédant l'admission pour un montant d'au moins 5 millions d'euros. Cette procédure, placée en dehors du champ de l'appel public à l'épargne (APE), ne requiert de l'émetteur que la mise à disposition gratuite d'un document d'information non visé par l'AMF. La seconde procédure consiste en une offre au public donnant lieu à la souscription effective d'un montant minimum de 2,5 millions d'euros. L'émetteur se trouve alors dans le champ de l'appel public à l'épargne et doit établir un prospectus visé par l'AMF.

À fin janvier 2006, 23 sociétés étaient cotées sur Alternext, la majorité d'entre elles à l'issue d'une offre au public.

L'autre nouveauté d'Alternext est la présence des *listing sponsors*. Le *listing sponsor* est une personne morale agréée par Euronext Paris qui intervient préalablement à l'admission afin d'informer l'émetteur des obligations liées à la cotation sur Alternext, de s'assurer que la candidature de l'émetteur satisfait aux conditions fixées dans les règles du marché et de vérifier que l'émetteur a les moyens de respecter ses obligations. Après l'admission, le *listing sponsor* a des obligations permanentes vis-à-vis de l'émetteur et doit veiller à ce que ce dernier respecte ses obligations d'information du public. En effet, les émetteurs cotés sur Alternext doivent rendre publics leurs comptes annuels, consolidés le cas échéant, ainsi qu'un rapport de gestion et un rapport semestriel. Ils doivent également rendre publique toute information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des titres ainsi que les franchissements des seuils de 50 % et 95 % du capital. Enfin,

⁹⁶ Voir *supra* chapitre III page 95.

les émetteurs ayant réalisé une offre au public lors de l'admission sont soumis aux obligations d'information liées à leur statut d'émetteurs faisant APE qui implique le respect des obligations d'informations permanentes.

Euronext Paris a choisi un modèle de marché permettant aux investisseurs de négocier dans un carnet d'ordres central ou par confrontation bilatérale avec un *market maker*. Les règles de négociation ont été modifiées le 1^{er} décembre 2005 pour tenir compte de l'expérience acquise au cours des premiers mois de fonctionnement d'Alternext et afin d'allonger la période de négociation au sein du carnet d'ordres et de permettre aux titres les plus liquides d'être négociés en continu.

B L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH. Clearnet SA

Outre une clarification des règles de fonctionnement existantes et une simplification des procédures de l'AMF relative aux conditions d'admission des participants à une chambre de compensation, l'AMF a approuvé, le 31 mai 2005, les modifications apportées aux règles de fonctionnement de LCH. Clearnet SA visant à préciser ses relations avec la chambre de compensation italienne *Cassa di Compensazione e Garanzia* (CC&G) dans le cadre de la compensation des transactions du marché réglementé MTS Italy.

Les règles de LCH. CLEARNET SA ont, à cette occasion, été enrichies du statut générique de « participant » comprenant deux catégories d'adhérents au sens de l'article 531-12 du règlement général de l'AMF : la catégorie existante des « adhérents/membres compensateurs » et la nouvelle catégorie des « chambres de compensation associées ».

Les modifications introduites précisent les statuts requis pour devenir une « chambre de compensation associée » et les conditions dans lesquelles elles peuvent bénéficier de dispositions spécifiques par rapport aux autres « membres compensateurs » de LCH. Clearnet.

C L'activité et la régulation du dépositaire central Euroclear France

Dans la continuité de ce qui avait été accepté sur le principe en 2004, l'AMF a approuvé, le 8 février 2005, le protocole d'accord relatif au cadre de coopération pour la supervision de la compagnie financière de droit belge Euroclear SA (nouvelle maison mère d'Euroclear France) en vue de sa signature par la Commission bancaire, financière et des assurances, la Banque nationale de Belgique, la *Financial Services Authority*, la Banque d'Angleterre, l'*Autoriteit Financiële Markten*, la *De Nederlandsche Bank*, la Banque de France et l'AMF.

Ce protocole rappelle en substance :

- le rôle d'Euroclear SA en sa qualité de nouvelle *holding* du groupe et de fournisseur de services techniques et de support pour l'ensemble de ses filiales ;
- qu'Euroclear SA ne disposera pas, elle-même, du statut de dépositaire central ou de gestionnaire de système de règlement-livraison ;
- que ses filiales demeureront soumises à leur cadre réglementaire existant et que leurs fonctions juridiques ne seront pas modifiées ;
- que les services aux participants continueront ainsi d'être offerts, comme aujourd'hui, par ces filiales en tant qu'entités juridiques indépendantes.

Le protocole rappelle également la mise à jour du cadre juridique belge ayant permis l'extension des responsabilités de contrôle de la CBFA et de la BNB à Euroclear SA et le maintien d'un niveau de contrôle réglementaire équivalent à celui applicable à Euroclear Bank avant la restructuration de l'actionnariat du groupe (Euroclear SA est en effet désormais assimilée à une institution de règlement-livraison et bénéficie d'un statut de compagnie financière au sens des directives bancaires).

Le champ du protocole couvre l'échange des informations pour la coordination et la coopération entre autorités de contrôle et l'évaluation coordonnée des services communs fournis par Euroclear SA à ses filiales. Les services d'Euroclear SA qui ne sont pas communs à toutes les filiales du groupe ne relèveront pas de ce cadre de coopération et demeureront supervisés par les seules autorités nationales concernées.

Afin que les autorités signataires puissent répondre de manière appropriée à tout changement significatif d'orientation et de procédure, les superviseurs d'Euroclear SA doivent disposer de l'information nécessaire et être consultés par Euroclear SA préalablement à ces changements. Toute exigence qui existerait dans les réglementations ou statuts nationaux concernant l'accord préalable ou le consentement des régulateurs ou surveillants au niveau des dépositaires centraux concernés continuera de s'appliquer. Il est de même rappelé que les autres autorités compétentes pourront continuer de contacter directement Euroclear SA pour les sujets relevant spécifiquement de leurs responsabilités de supervision domestique.

CHAPITRE 5

La surveillance et la discipline des marchés

- 216 **1** L'évolution réglementaire relative aux abus de marché
- 218 **2** La surveillance des marchés
- 220 **3** Le contrôle des prestataires de services d'investissement
- 228 **4** Les enquêtes
- 231 **5** Les transmissions à d'autres autorités en 2005

Pour assurer sa mission de protection des épargnants, l'AMF a poursuivi, en 2005, une action quotidienne de surveillance du bon fonctionnement du marché, de l'égalité de traitement des investisseurs et de la transparence de l'information qu'ils reçoivent.

Elle dispose à cette fin de moyens performants et travaille en coordination avec les autres autorités chargées du contrôle des professions bancaires et financières¹.

L'AMF conduit des contrôles et des enquêtes sous l'autorité du secrétaire général, et s'appuie sur trois services qui assurent :

- la surveillance des marchés : surveillance des transactions et des comportements des opérateurs, afin de détecter d'éventuelles anomalies dans le fonctionnement des marchés ;*
- les contrôles sur pièces et sur place des prestataires de services d'investissement (PSI), y compris des sociétés de gestion, afin de s'assurer qu'ils respectent les règles qui s'appliquent à leur profession ;*
- les enquêtes, qui portent le plus souvent sur des anomalies boursières constatées sur les marchés.*

En sus de ses moyens propres, l'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs pour accomplir sa mission : l'entreprise de marché, le dépositaire central, la Commission bancaire ou des cabinets d'experts.

Le présent chapitre relate les activités de contrôle a posteriori menées par l'AMF en 2005.

Tableau 1

Bilan de la surveillance et de la discipline des marchés en 2005

Nombre de situations de marchés examinées en 2005	1 700
Nombre de contrôles sur place auprès de prestataires de services d'investissement lancés en 2005	107
Nombre d'enquêtes ouvertes en 2005	88

Source : AMF

Quelles sont les suites (*) possibles d'une enquête ou d'un contrôle de l'AMF ?					
L'ouverture par l'AMF d'une procédure de sanction	La transmission du rapport de l'AMF au Parquet lorsque des faits paraissent constitutifs d'un délit	La transmission du rapport de l'AMF à d'autres autorités administratives, françaises ou étrangères pour des faits relevant de leur compétence	L'envoi par l'AMF, d'observations, éventuellement publiques, aux personnes intéressées	Une injonction prononcée par l'AMF	Le classement du dossier

Source : AMF

* Un même rapport d'enquête ou de contrôle peut comporter plusieurs suites.

¹ Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM).

1 L'évolution réglementaire relative aux abus de marché

A La déclaration des transactions suspectes à l'AMF

La loi du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers (DDAC) complète la transposition en droit interne des directives Abus de marché et fixe le cadre de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers.

Le règlement général de l'AMF, publié au Journal officiel du 24 novembre 2004, avait déjà transposé une large partie des mesures des directives Abus de marché qui relèvent du niveau réglementaire. Toutefois, la transposition de plusieurs mesures qui ont pour objet d'adopter des dispositions renforçant la qualité de l'information financière, la prévention et la lutte contre les opérations d'initiés ainsi que la répression des manipulations de cours, supposait une modification législative, intervenue avec la loi DDAC.

À ce titre, en application des articles L. 621-17-2 et suivants du code monétaire et financier et des articles 321-142 à 321-144 du règlement général², les intermédiaires financiers sont tenus de déclarer sans délai à l'AMF toute opération portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, dont ils ont des raisons de suspecter qu'elle pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de cours. Le code monétaire et financier précise, par ailleurs, le contenu de la déclaration, impose une obligation de confidentialité tant au déclarant qu'aux membres de l'AMF et exonère de sa responsabilité le déclarant qui aura effectué la déclaration de bonne foi, à l'image du dispositif existant en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Le règlement général de l'AMF prévoit, en outre, que les personnes tenues à déclaration³ se dotent d'une organisation et de procédures permettant de satisfaire aux exigences posées par le code monétaire et financier. Cette obligation a, notamment, pour objet d'établir et de mettre à jour une typologie des opérations suspectes permettant de déceler celles qui doivent donner lieu à déclaration. Cette obligation s'applique à compter du 1^{er} juillet 2006 (article 321-144 du règlement général).

² Homologué par l'arrêté du 1^{er} septembre 2005.

³ En application de l'article L. 621-17-2 du code monétaire et financier, il s'agit des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des membres des marchés réglementés définis à l'article L. 421-8 du code monétaire et financier.

L'AMF a également publié l'instruction n° 2006-01 du 24 janvier 2006 qui définit, sur le modèle du schéma figurant dans les recommandations publiées par le CESR le 10 février 2005, le schéma type de déclaration, et précise que cette dernière doit être transmise à la direction des enquêtes et de la surveillance de l'AMF.

B L'obligation d'établir des listes d'initiés

La loi DDAC insère un nouvel article L. 621-18-4 dans le code monétaire et financier qui crée une obligation pour les émetteurs d'établir et de mettre à jour une liste des personnes travaillant en leur sein et ayant accès à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement ledit émetteur ainsi que des tiers ayant accès à ces informations dans le cadre de leurs relations professionnelles avec ce dernier. À leur tour, ces tiers établissent leur propre liste.

Ces dispositions sont détaillées au Chapitre III – Les opérations financières et la qualité de l'information, page 92 du présent rapport.

C Les opérations réalisées par les dirigeants et les personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier sur les titres de la société

La loi DDAC organise le nouveau régime des déclarations des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions ainsi que par les personnes qui leurs sont étroitement liées.

Ces dispositions sont détaillées au Chapitre III – Les opérations financières et la qualité de l'information, page 91 du présent rapport.

D Le rachat d'actions

Conformément à la directive Abus de marché, l'AMF a reconnu, en 2005, deux pratiques de marché liées au rachat d'actions⁴ : les contrats de liquidité ainsi que l'achat d'actions aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe. Par ailleurs, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a supprimé le visa de la note d'information sur les programmes de rachat d'actions.

Ces dispositions sont détaillées au Chapitre III – Les opérations financières et la qualité de l'information, page 93 du présent rapport.

⁴ Décisions du 22 mars 2005.

E L'élargissement du pouvoir de sanction de l'AMF

Conformément à la directive Abus de marchés⁵, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie complète le pouvoir de sanction de l'AMF en adaptant les pouvoirs d'injonction et de sanction de l'AMF afin de lui donner compétence pour prévenir et sanctionner, d'une part, les manquements commis sur le territoire français ou à l'étranger et relatifs aux titres d'émetteurs faisant appel public à l'épargne en France ou admis aux négociations sur un marché réglementé français et, d'autre part, les manquements relatifs à des titres admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Espace économique européen dès lors qu'ils ont été commis en France. Le champ d'application du livre VI du règlement général de l'AMF relatif aux abus de marché a été adapté en conséquence (article 611-1).

Par ailleurs, l'AMF peut désormais sanctionner des manquements objectifs aux règles de protection des investisseurs, qui ne nécessiteront pas de faire la preuve que les pratiques fautives ont eu un impact sur les cours ou sur le fonctionnement des marchés.

Enfin, la tentative de manquement d'initié pourra également être sanctionnée. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF interdit donc désormais l'exploitation d'une information privilégiée, en acquérant ou en cédant ou en tentant d'acquérir ou de céder, les instruments financiers auxquels se rapporte l'information.

2 La surveillance des marchés

Le service de la surveillance des marchés de l'AMF est composé d'une équipe de quinze personnes, experts des marchés et des outils de surveillance informatiques. Ce service a la responsabilité de la surveillance de l'activité des marchés et du comportement des prestataires de services d'investissement. Son objectif est de détecter tout événement ou comportement anormal pouvant résulter d'un délit ou d'un manquement boursier : manipulation de cours, opération d'initié, diffusion de fausse information, etc.

Cette surveillance s'exerce auprès de 1 019 sociétés cotées (749 sur Eurolist, 20 sur Alternext, 250 sur le Marché libre), des 1 000 prestataires des services d'investissement (PSI) et de l'ensemble des instruments financiers négociés à la bourse de Paris.

À cette fin, la surveillance s'appuie tout d'abord sur un outil informatique développé en interne, le « contrôle différé », afin de détecter automatiquement toutes anomalies sur les marchés, au travers d'une batterie de 72 tests statistiques qui tournent quotidiennement. Près de 30 000 alertes ont ainsi été générées en 2005.

⁵ Directive 2003/124/CE de la Commission européenne du 22 décembre 2003.

Ces alertes sont ensuite analysées par une équipe d'experts chargés d'évaluer le caractère suspect. L'activité a encore progressé en 2005, 1 700 situations ont ainsi été analysées en interne, contre 1 560 en 2004, et ont conduit à placer sous surveillance les valeurs concernées. Sur ces 1 700 situations de marché analysées, près de 700 dossiers ont fait l'objet d'une étude plus poussée nécessitant des demandes d'information auprès des PSI ou des régulateurs étrangers.

Si à l'issue de l'analyse du service de la surveillance, rien n'a pu expliquer l'anomalie, et s'il semble qu'une infraction a pu être commise, une proposition d'enquête est rédigée et transmise à la direction. En 2005, sur 28 enquêtes ayant donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF, 20 avaient pour origine un signalement du service de la surveillance.

Par ailleurs, le service de la médiation a transmis au service de la surveillance 120 demandes d'enquête et d'expertise sur des cas complexes d'évolution de cours, et dénonciations d'opérations présumées suspectes par les épargnants.

A La fusion des outils informatiques

L'année 2005 a été marquée par le développement et la mise en service du système informatique SESAM, qui intègre en un système unique, l'ensemble des fonctionnalités des deux systèmes SMF et SCAN, issus respectivement de la COB et du CMF. Le système SCAN a définitivement été arrêté au 31 décembre 2005 conformément au calendrier du projet.

Ce regroupement génère un gain opérationnel, en facilitant l'accès à l'information des utilisateurs et en augmentant le spectre des données analysées, un gain technique, en simplifiant les flux de données en provenance des fournisseurs (Euronext, Clearnet et Euroclear France) et un gain économique dans la maintenance et l'exploitation du système informatique.

Ce système permet d'accéder, *via* un grand nombre d'écrans, à l'ensemble des transactions sur les marchés d'actions et de dérivés depuis 1991, aux caractéristiques détaillées de tous les ordres transmis sur les marchés, ainsi qu'aux déclarations transmises par les prestataires de services d'investissement *via* le système de *reporting* direct des transactions (RDT).

B Un renforcement de la surveillance grâce aux nouvelles obligations

1 Le *reporting* direct

L'instruction n° 2005-08 de l'AMF a rendu obligatoire la déclaration à l'AMF, par les PSI, des transactions effectuées de gré à gré, à compter du 30 septembre 2005. Les PSI doivent ainsi déclarer toutes transactions qui ne

sont pas passées sur Euronext et qui échappaient au système de détection automatisé du service de la surveillance. L'AMF peut dorénavant avoir accès à l'information concernant les transactions de gré à gré, notamment concernant le marché obligataire auquel cette obligation sera étendue en 2006.

Des modifications techniques ont été apportées au système informatique SESAM en 2005 pour prendre en compte ces nouvelles informations et de nouveaux développements seront réalisés en 2006 pour améliorer la surveillance de ces transactions de gré à gré.

2 Les déclarations d'opérations suspectes

La nouvelle obligation des PSI de déclarer les opérations suspectes au régulateur, prévue par la réglementation européenne et instaurée par la loi Breton, a déjà commencé à porter ses fruits au cours du dernier trimestre 2005. La première déclaration a été reçue par l'AMF courant octobre. Au total six déclarations ont déjà été examinées en 2005 par le service de la surveillance des marchés et ont conduit à l'ouverture de deux enquêtes.

Ces déclarations de soupçons, qui ont fait l'objet de discussions avec les professionnels concernant les modalités pratiques d'applications, devraient fournir au cours de l'année 2006 une nouvelle source de détection d'anomalie de marché et contribuer sensiblement aux ouvertures d'enquêtes.

3 Les déclarations des dirigeants et les listes d'initiés

Le service de la surveillance des marchés a désormais accès à l'ensemble des déclarations des dirigeants⁶ sur les titres de leurs sociétés, ce qui permet d'identifier plus rapidement d'éventuels délits d'initié. Néanmoins, cela induit une nouvelle charge de surveillance pour vérifier que les dirigeants remplissent bien leurs obligations.

De même, des listes d'initiés⁷ doivent être tenues à la disposition de l'AMF, le service de la surveillance peut ainsi contrôler de façon plus efficace en cas d'opérations financières si l'un des initiés dans le cadre professionnel a pu agir sur les marchés.

3 Le contrôle des prestataires de services d'investissement

Pour assurer ses missions de contrôle des prestataires, l'AMF disposait, à fin 2005, d'une vingtaine d'inspecteurs au sein du service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché.

⁶ Voir *supra* Chapitre 5, page 217.

⁷ Voir *supra* Chapitre 5, page 217.

Ce service a pour mission de s'assurer du respect de la réglementation par les prestataires relevant de la compétence de l'AMF, d'évaluer l'efficacité de l'organisation et des moyens qu'ils mettent en œuvre et de vérifier la bonne compréhension de la réglementation AMF.

Les activités de contrôle couvrent les 951 entités régulées⁸ (484 sociétés de gestion, 125 entreprises d'investissement⁹ (dont 49 dotées du statut de teneur de compte conservateur), 338 établissements de crédit (dont 312 dotés du statut de teneur de compte conservateur), 1 teneur de compte conservateur¹⁰, 3 infrastructures de marché).

Le contrôle de ces prestataires et infrastructures de marché s'effectue tant sur pièces que sur place.

A Les contrôles sur pièces

Les contrôles sur pièces consistent en l'analyse d'informations transmises à l'AMF soit de manière systématique soit à sa demande pour vérifier la conformité à la réglementation. Il inclut des contrôles sur les ordres et les transactions déclarés à l'AMF par l'entreprise de marché et les PSI.

Sur la base des réponses fournies dans le cadre des contrôles sur pièces, l'AMF peut engager des contrôles sur place.

Les principales actions de l'AMF en matière de contrôle sur pièces ont été menées sous les formes suivantes.

1 Les prestataires habilités

a) Les rapports annuels

Les rapports de contrôle des services d'investissement, que les prestataires habilités (autres que les sociétés de gestion), de même que l'entreprise de marché, la chambre de compensation et le dépositaire central doivent remettre à l'Autorité des marchés financiers en avril, au titre de l'exercice précédent, fournissent un état des lieux et servent à orienter les contrôles sur place menés par l'Autorité. Sur 490 prestataires habilités, 475 ont déclaré exercer des services d'investissement¹¹.

Comme précédemment, l'AMF a proposé aux prestataires habilités, pour l'élaboration du rapport annuel de 2003 et 2004, un formulaire comprenant une table de référence des principales dispositions de sa réglementation. L'utilisation de ce questionnaire permet de normaliser les réponses, facilite

⁸ Chiffres à fin 2005.

⁹ Dont Powernext et MTF France qui gèrent tous deux des systèmes multilatéraux de négociation. Article 521-1 du règlement général de l'AMF.

¹⁰ Article L. 542-1 5° du code monétaire et financier.

¹¹ 8 prestataires faisaient l'objet d'un retrait d'agrément (en cours ou déjà effectué) et n'ont donc pas été soumis à l'obligation de transmettre un rapport de contrôle pour 2004 ; 7 prestataires ont demandé une dispense pour l'établissement du rapport annuel de contrôle 2004 en raison de l'arrêt de l'exercice des services d'investissement et autres services réglementés.

leur analyse et le suivi statistique des travaux de contrôle des services d'investissement déclarés par les prestataires.

D'une année sur l'autre, les rapports témoignent de la mise en place de procédures internes et d'un renforcement des contrôles exercés par les responsables du contrôle des services d'investissement (RCSI), ce qui permet d'obtenir une constante amélioration du taux de respect des obligations réglementaires¹².

Les services d'investissement les plus exercés restent la réception transmission d'ordres pour le compte de tiers (88 % des prestataires agréés) et la tenue de compte conservation (75 % des prestataires habilités). 85 % des prestataires de services d'investissement sont agréés pour exercer la négociation pour compte propre, mais ce service d'investissement n'est exercé que par 55 % des prestataires.

b) Les contrôles spécifiques

L'AMF a demandé aux responsables du contrôle des services d'investissement (RCSI) des prestataires habilités d'établir un rapport spécifique pour septembre 2005, sur les procédures de contrôle de la gestion de portefeuille sous mandat. L'analyse des rapports fera l'objet d'une synthèse en 2006.

En 2004, l'AMF avait demandé aux RCSI des prestataires habilités de lui transmettre un rapport relatif aux procédures de contrôle de la commercialisation des services d'investissement et des produits financiers. La synthèse de 455 rapports reçus a été publiée par l'AMF.

Les rapports attestent de la prise en compte de considérations d'ordre déontologique dans la mise en œuvre, par les prestataires, de leur politique commerciale. Parmi les bonnes pratiques recensées, on trouve notamment :

- la participation du déontologue à un comité « nouveaux produits » qui passe en revue les besoins de la clientèle, définit la clientèle cible d'une nouvelle campagne commerciale et s'assure de la conformité des produits et des services proposés à la réglementation, aux lois applicables et aux règles déontologiques ;
- l'examen des nouvelles initiatives commerciales en matière de services d'investissement avant leur lancement et la validation de leur conformité aux règles en vigueur ainsi que l'adoption de procédures sécurisant leur mise en œuvre ;
- la prise en compte du niveau de compétence des clients dans la définition de la cible commerciale des produits dont le lancement est prévu ;
- l'implication du responsable du contrôle des services d'investissement dans le processus de conception des supports publicitaires à destination de la clientèle et des documents formalisant, à l'attention des vendeurs, les argumentaires commerciaux qui pourront être développés auprès de cette clientèle ;

¹² Une synthèse des rapports 2004 a été publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF, n° 22 de février 2006.

- l'intégration de considérations d'ordre déontologique dans la formation des vendeurs et leur sensibilisation à l'adéquation des services et des produits fournis au profil du client ;
- la spécialisation des équipes chargées de promouvoir les produits les plus risqués.

Toutefois, dans bien des rapports, les bonnes pratiques décrites se rapportent davantage aux règles applicables à la relation individuelle avec le client qu'à la conception des services et des produits.

Les contrôles mis en œuvre par les prestataires afin de détecter les situations dans lesquelles les produits commercialisés semblent inappropriés à la clientèle qui les a acquis sont peu décrits. Les prestataires de services d'investissement s'appuient principalement sur l'analyse des réclamations de la clientèle pour vérifier la correcte application des procédures relatives à la commercialisation plutôt que la mise en œuvre de contrôles réguliers de l'adéquation des produits vendus à la connaissance et aux besoins des clients ou la surveillance des canaux de distribution externes auxquels le prestataire de services d'investissement fait appel.

L'examen de ces rapports par l'AMF a donné lieu à la publication¹³ d'une synthèse autour des points suivants :

- la présentation des produits et des services commercialisés ;
- la politique commerciale et considérations déontologiques ;
- la distribution des produits pour chaque type de clientèle ;
- la formalisation des règles de commercialisation et la formation des collaborateurs en charge de l'activité commerciale ;
- les supports de commercialisation pour chaque type de clientèle ;
- le contrôle de la politique et de la démarche commerciales.

2 Les sociétés de gestion

Comme il est exigé des autres prestataires de services d'investissement, l'AMF a demandé aux sociétés de gestion de portefeuille de rendre compte des contrôles effectués en 2004 pour s'assurer du respect des obligations réglementaires qui leur incombent. Pour l'élaboration de ce rapport, une grille recensant les dispositions législatives et réglementaires applicables aux sociétés de gestion et aux activités qu'elles exercent leur a été fournie. Ce rapport sert de base pour le suivi et le contrôle individuels de celles des sociétés dont les rapports témoignent de réponses apparemment non conformes ou incohérentes. Au 30 juin 2005, date butoir de la remise du rapport, 463 sociétés de gestion étaient concernées par cette demande.

¹³ Voir site internet de l'AMF, partie RCSI>Rapports spécifiques.

À la suite de la publication en novembre 2004 de règles spécifiques¹⁴ de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme à l'intention des sociétés de gestion de portefeuille, il leur a été demandé de rendre compte de l'adaptation du dispositif mis en place aux nouvelles exigences¹⁵. Le dialogue instauré à cette occasion entre les services de l'Autorité des marchés financiers et les sociétés de gestion a permis de recenser les interrogations ou les difficultés d'adaptation des contrôles aux exigences des textes réglementaires. Même si les résultats quantitatifs sont à évaluer avec prudence, dans la mesure où ils sont fondés sur des éléments déclaratifs, les réponses montrent que des efforts ont été entrepris pour participer à la lutte contre la criminalité financière.

L'AMF a également demandé aux sociétés de gestion de portefeuille d'établir un rapport spécifique pour fin septembre 2005 sur les procédures de contrôle de la gestion de portefeuille sous mandat. Les réponses sont en cours d'analyse par l'AMF.

3 La surveillance des infrastructures de marché

La tenue de réunions régulières avec les responsables du contrôle d'Euronext Paris, de LCH Clearnet et d'Euroclear France contribue à l'action de surveillance des marchés par l'AMF.

Parmi les points ayant fait l'objet d'un suivi avec Euronext, ont figuré :

- le contrôle des membres du marché, en particulier les moyens de contrôle mis en œuvre par l'entreprise de marché pour surveiller l'activité de ses membres ;
- la coopération entre l'AMF et Euronext pour mener des missions de contrôle¹⁶ portant notamment sur le respect des dispositions figurant dans les règles de marché ;
- les évolutions techniques liées au compte rendu des transactions par l'intermédiaire d'Euronext Paris (déploiement de l'outil TCS¹⁷ Web et refonte de la documentation technique relative à l'utilisation de TCS) ;
- l'examen des dispositions à envisager pour contenir certains comportements constatés sur le marché de « *penny stocks* » ;
- le lancement d'un nouveau compartiment de marché réservé aux obligations assimilables du Trésor (OAT) ;
- l'analyse des incidents ayant affecté le fonctionnement du marché.

L'AMF a poursuivi sa coopération avec ses homologues dans le cadre de la surveillance des marchés d'Euronext. Ainsi l'AMF a vérifié la mise en œuvre par Euronext de ses obligations réglementaires (notamment le dispositif de contrôle interne et de détection d'abus de marché).

¹⁴ Revue mensuelle de l'AMF, n° 20 de décembre 2005 « Dispositif de lutte contre le blanchiment dans les sociétés de gestion », p59.

¹⁵ La synthèse des réponses a été publiée dans la Revue mensuelle n° 20 de décembre 2005.

¹⁶ Article L. 621-9-2 du code monétaire et financier.

¹⁷ TCS : *Transaction Confirmation System*.

Tous les deux mois, l'AMF a examiné avec la chambre de compensation LCH Clearnet SA et le dépositaire central Euroclear France, gestionnaire du système de règlement livraison RGV2, les suspens de règlement livraison enregistrés par leurs membres ou par leurs adhérents ainsi que les incidents majeurs d'exploitation survenus dans leurs systèmes informatiques. En 2005, outre le suivi particulier des membres et des adhérents présentant de forts taux de suspens, une attention particulière a été portée à la procédure de rachats appliquée par LCH Clearnet SA à toutes les places de marché de la zone Euronext ainsi qu'aux pénalités facturées tant par la chambre de compensation que par le dépositaire central à la suite de défauts de livraison d'instruments financiers générés par leurs adhérents dans les processus de règlement livraison.

B Les contrôles sur place

Les contrôles sur place sont décidés par le secrétaire général de l'AMF. Les résultats des missions de contrôle font l'objet d'un rapport écrit qui est communiqué à l'entité régulée, invitée à faire part de ses observations à l'AMF. Le rapport est ensuite transmis à l'une des commissions spécialisées du Collège qui apprécie s'il y a lieu d'ouvrir une procédure de sanction.

En 2005, l'AMF a mené à leur terme 79 missions de contrôle initiées en 2004 et 2005, et a lancé 107 missions nouvelles. Elles ont porté, pratiquement à parts égales, sur les sociétés de gestion et les autres prestataires de services d'investissement.

En 2005, 13 rapports établis à la suite d'un contrôle sur place ont amené les commissions spécialisées du Collège à décider l'ouverture d'une procédure de sanction, à l'encontre de 22 personnes physiques ou morales, et à transmettre un rapport à la justice.

Pour effectuer les missions de contrôle auprès des établissements soumis à son autorité, l'AMF dispose, en sus de ses moyens propres, de la possibilité de recourir à des corps de contrôle extérieurs¹⁸.

Environ trois quarts des missions sur place ont fait appel à des corps de contrôle externes ; ainsi, 69 missions ont été confiées à dix cabinets d'experts, huit à la Commission bancaire et une à la Confédération nationale du Crédit Mutuel, l'organe central du groupe Crédit Mutuel. Lorsque l'AMF délègue à des corps de contrôle extérieurs le soin de procéder pour son compte, après s'être assurée qu'il n'existe pas de conflits d'intérêts entre le délégataire et l'entité à contrôler, les mandataires disposent de l'ensemble des prérogatives dévolues au régulateur, ce qui implique que le secret professionnel ne leur est pas opposable. L'AMF est responsable à l'égard des tiers du respect des dispositions légales et réglementaires par les mandataires, et décide des suites données à ces missions.

¹⁸ En vertu des articles L. 621-9-2 et R. 621-31 à 33 du code monétaire et financier.

Le détail des contrôles réalisés en 2005 est le suivant :

- 30 missions portant sur l'organisation du contrôle interne des sociétés de gestion et les conditions d'exercice de leurs activités ;
- 15 missions sur place visant les procédures de souscription et de rachat d'OPCVM afin de vérifier l'égalité de traitement des porteurs dans le domaine de l'information fournie sur la valorisation des actifs et de la prise en compte des ordres ; ces investigations ont été menées aussi bien chez les teneurs de compte conservateurs – centralisateurs que chez les sociétés de gestion de portefeuille ;
- 17 missions effectuées auprès des sociétés de gestion dont l'agrément avait été délivré dans les 18 derniers mois, afin d'examiner la conformité des moyens d'exercice des services d'investissement avec le dossier d'agrément présenté à la COB ou à l'AMF ;
- 4 missions concernant les diligences mises en œuvre par des sociétés de gestion de portefeuille bénéficiant d'un agrément pour l'utilisation des dérivés de crédit dans la gestion pour compte de tiers ;
- 35 missions de contrôle pour s'assurer de la justification et de la documentation des déclarations faites par les prestataires de services d'investissement dans le rapport annuel de contrôle des services d'investissement établi au titre de l'article 321-22 du règlement général de l'AMF ;
- 2 enquêtes réalisées pour le compte de la Commission de surveillance des OPCVM de Monaco.

Les problèmes relevés au cours des missions de contrôle naissent souvent de l'inadéquation des moyens de contrôle à l'activité du prestataire. En matière de règles de bonne conduite relatives aux relations entre les prestataires et leurs clients, on constate encore des lacunes du contrôle lors de l'entrée en relation.

La détection, lors des contrôles, d'opérations « d'achetés/vendus » d'instruments financiers sans justification économique a amené l'AMF à préciser¹⁹ l'appréciation qu'elle fait des différentes pratiques relevées et les diligences que le prestataire de services d'investissement doit mettre en œuvre pour s'assurer de la correcte utilisation de ces techniques.

Une série de contrôles chez des prestataires exerçant le service d'exécution d'ordres pour compte de tiers, mais non agréés pour celui de négociation pour compte propre, a amené l'AMF à rappeler les règles de fonctionnement des comptes « maison » (compte de stockage, compte de cours moyen, compte d'écart de cours, compte « erreurs », etc.) et la nécessité d'établir des procédures de contrôle dans ce domaine. Ces recommandations ont été publiées dans la Revue mensuelle²⁰ de l'AMF.

L'AMF a également été amenée à contrôler sur place des conditions d'enregistrement et de traitement des ordres sur OPCVM. Des investigations

¹⁹ Revue mensuelle de l'AMF n° 16 de juillet-août 2005.

²⁰ Revue mensuelle de l'AMF n° 16 de juillet-août 2005.

menées dans 15 sociétés de gestion de portefeuille représentatives des différents modes d'organisation de traitement des opérations sur OPCVM visaient à s'assurer qu'elles :

- enregistraient et exécutaient les ordres de souscription et de rachat d'OPCVM conformément à la notice d'information des OPCVM et à leurs obligations professionnelles ;
- disposaient de procédures destinées à réduire ou supprimer le risque d'inégalité de traitement entre les porteurs de parts d'OPCVM résultant en particulier de la connaissance de la valorisation des titres composant l'actif de l'OPCVM préalablement à l'établissement de sa valeur liquidative ;
- étaient en mesure d'expliquer leurs réponses au questionnaire qui leur avait été adressé sur les mêmes thèmes.

Ces contrôles ont permis de mettre en évidence la sous-évaluation du risque opérationnel lié à l'activité de collecte, tant au sein des sociétés de gestion contrôlées que chez leurs établissements centralisateurs. À la suite des contrôles réalisés, les sociétés de gestion ont indiqué qu'elles engageaient des actions correctrices en vue de remédier aux faiblesses de leur organisation du traitement des souscriptions-rachats.

La surveillance des marchés et des prestataires

Pour déceler des anomalies de marché et structurer les travaux d'investigation à l'égard des prestataires et des infrastructures de marché, les inspecteurs ont recours à l'extraction et à l'analyse des données relatives aux transactions sur les instruments financiers réalisées sur les marchés réglementés d'Euronext Paris ainsi qu'à celles collectées par un prestataire actif en France pour transmission à un autre prestataire ou réalisées de gré à gré. La détection de transactions irrégulières conduit à un examen plus approfondi soit en interrogeant le prestataire soit en lançant une mission d'inspection sur place.

L'AMF a adapté les obligations de *reporting* dans l'instruction n° 2005-08 du 6 septembre 2005 relative à la communication à l'AMF d'informations sur les opérations sur instruments financiers par les prestataires habilités, les succursales et les entreprises de marché, prise en application du livre I du règlement général de l'AMF. Cette instruction a modifié les circuits de déclaration en éliminant le recours aux systèmes de règlement livraison.

En 2005, l'entreprise de marché a transmis 245 millions d'ordres (hors *warrants* et dérivés) et 80 millions de transactions à l'AMF ; les prestataires de services d'investissement lui ont déclaré 23 millions d'opérations *via* le système de *reporting* direct des transactions (RDT). À fin 2005, 316 établissements se servaient de RDT, contre 270 à fin 2004.

Le 30 juin 2005, les conclusions tirées des 36 missions de contrôle, lancées en 2004, sur le respect des obligations de déclaration des transactions sur

les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé français, y compris celles réalisées de gré à gré, ont été présentées au Collège. Il a été constaté que la qualité du *reporting* en provenance des établissements contrôlés était généralement médiocre. Les raisons de la mise en œuvre décevante des obligations déclaratives sont :

- une mauvaise compréhension de l’instruction de l’AMF ;
- une trop faible implication des RCSI en raison de la technicité du sujet ;
- des solutions techniques qui ne respectent pas les prescriptions réglementaires.

Le déploiement de SESAM²¹, le nouveau système de surveillance des marchés, et le rassemblement des équipes de l’AMF au sein d’un service dédié à la surveillance des marchés, ont accru les moyens consacrés au suivi des déclarants et à la qualité des données reçues.

4 Les enquêtes

Le secrétaire général de l’AMF a décidé l’ouverture de 88 enquêtes en 2005. Ce chiffre est en légère augmentation par rapport aux années précédentes. Il en est de même du nombre d’enquêtes terminées. En outre, la proportion d’enquêtes ouvertes donnant lieu à l’ouverture de procédures de sanction a également progressé.

Tableau 2

Nombre d’enquêtes ouvertes et terminées

	2003	2004	2005
Enquêtes ouvertes par l’AMF ²²	85	83	88
Enquêtes terminées	79	90	91

Source : AMF

A L’origine et la typologie des enquêtes

Plus de la moitié des enquêtes a été ouverte sur proposition du service de la surveillance des marchés. Ces enquêtes portent le plus souvent sur de possibles délits ou manquements boursiers classiques : opérations d’initiés, diffusions de fausses informations et manipulations de cours.

D’autres enquêtes ont trouvé leur origine dans les signalements des autres directions de l’AMF, notamment la direction des émetteurs et la direction des affaires comptables ainsi que la direction des prestataires, de la gestion et de l’épargne.

²¹ Voir *supra*, Chapitre V, page 219.

²² En 2003 : 75 par la COB et 10 par l’AMF (à partir du 25 novembre 2003).

Enfin, certaines enquêtes ont eu une origine externe à l'AMF, qu'il s'agisse de plaintes de particuliers, de demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires saisies de poursuites concernant des sociétés faisant appel public à l'épargne ou d'infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse²³, de révélations reçues d'autres autorités administratives françaises ou de requêtes des autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de l'AMF²⁴.

En 2005, les 88 enquêtes ont été ouvertes pour les motifs suivants :

Motif ²⁵	TOTAL 2005*
Marché (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)	35
Information financière	11
Faits commis dans le cadre de la gestion pour compte de tiers	1
Démarchage irrégulier	0
Coopération internationale	48
Total*	94

Source : AMF

* Le total est supérieur à 88 car 6 enquêtes portent à la fois sur le marché du titre (manipulation de cours et opérations d'initié) et sur l'information financière.

91 enquêtes ont été terminées en 2005²⁶, ce qui confirme la hausse sensible intervenue en 2004 quand bien même la « taille » et la complexité des enquêtes ont plutôt tendance à croître, notamment en raison de leur caractère de plus en plus international et du fait qu'elles concernent de plus en plus souvent des émetteurs dont la capitalisation est très importante.

Sur ces 91 enquêtes terminées en 2005, 28 ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'une des commissions spécialisées du Collège de l'AMF (dont 21 avec une décision de transmission au parquet), 11 à un classement, 17 à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations, 3 à une transmission au parquet (sans ouverture d'une procédure de sanction) ; 28 ont été transmises à des homologues dans le cadre de la coopération internationale.

B La coopération internationale

L'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête et de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers. En 2005, 48 enquêtes ont été ouvertes à la demande d'autorités étrangères qui concernaient principalement des opérations réalisées par des intermédiaires en France sur des titres cotés à l'étranger.

²³ Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

²⁴ Article L. 621-21 du code monétaire et financier.

²⁵ Le motif indiqué est relatif aux faits qui ont motivé l'ouverture de l'enquête, et ne préjuge pas des résultats de l'enquête.

²⁶ Voir annexe 5.

Le tableau ci-après retrace l'ensemble des demandes d'assistance reçues par l'AMF d'autorités étrangères et celles présentées par l'AMF à ces mêmes autorités.

Répartition des demandes d'assistance selon les principaux pays concernés :

Pays	Demandes 2004		Demandes 2005	
	Reçues	Présentées	Reçues	Présentées
Allemagne	10	10	11	7
Belgique	5	7	24	13
Espagne	4	1	1	10
États-Unis	9	17	2	27
Italie	6	11	2	21
Luxembourg	7	9	1	9
Monaco	0	3	1	9
Pays-Bas	7	11	11	21
Royaume-Uni	4	56	11	85
Suisse	1	27	0	45
Autres	23	29	24	41
Total	76	181	88	288

Source : AMF

Le nombre de requêtes reçues par l'AMF a augmenté de 15 % entre 2004 et 2005. Les demandes provenant de la Belgique ont été les plus nombreuses.

Le nombre de requêtes que l'AMF a adressées à ses homologues a très fortement augmenté en 2005 puisque l'on observe une hausse de plus de 60 %²⁷ traduisant un renforcement de l'internationalisation des marchés financiers.

Près du tiers des requêtes d'assistance présentées par l'AMF concerne le Royaume-Uni. Les demandes adressées à la Suisse ont encore été nombreuses cette année. Les demandes adressées aux États-Unis, à l'Italie, aux Pays-Bas sont aussi en forte augmentation.

Les demandes d'assistance répondent à des besoins variés, comme le montre le tableau suivant.

²⁷ En 2005, une nouvelle méthode statistique a été mise en place pour les requêtes présentées. Pour permettre une comparaison utile entre 2004 et 2005, les chiffres 2004 ont été réévalués selon cette même méthode.

Répartition des demandes d'assistance selon leur nature :

	Demandes 2004		Demandes 2005	
	Reçues	Présentées	Reçues	Présentées
Agrément : Demandes d'informations sur les intermédiaires	27	33	26	31
Surveillance et recherche d'infractions : Demandes d'informations sur les intermédiaires/les opérations/la législation	0	0	4	0
Utilisation d'informations privilégiées	23	112	44	163
Communication de fausses informations	7	18	0	45
Infractions liées aux offres publiques	0	0	2	0
Manipulations de cours	7	15	2	38
Démarchages irréguliers	0	1	2	3
Infractions via internet	2	0	0	0
Autres	10	2	8	8
Total	76	181	88	288

Source : AMF

Les enquêtes appelant une coopération internationale, liées à la recherche d'opérations d'initiés, restent encore de loin les plus nombreuses.

5 Les transmissions à d'autres autorités en 2005

Lorsque l'AMF constate des comportements susceptibles d'entrer dans le champ de compétence d'autres autorités, judiciaires, administratives ou professionnelles, elle leur transmet les informations dont elle dispose ou les rapports qu'elle a établis afin qu'y soient données des suites appropriées.

A Les transmissions aux autorités judiciaires

La transmission à l'autorité judiciaire trouve principalement son fondement dans l'obligation faite à toute autorité constituée, tout officier public ou fonctionnaire qui acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit d'en donner avis au procureur de la République²⁸, et dans l'obligation faite au Collège de l'AMF de transmettre immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au Procureur de la République de Paris si l'un des griefs qu'il a notifiés est susceptible de constituer l'un des délits mentionnés aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier²⁹. Elle peut également

²⁸ Article 40 du code de procédure pénale et 621-20-1 du code monétaire et financier.

²⁹ Article L. 621-15-1 du code monétaire et financier.

trouver son fondement dans la demande d'avis formulée par les autorités judiciaires saisies de poursuites relatives à des sociétés faisant appel public à l'épargne ou à des infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse³⁰, ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits. Enfin, il peut s'agir d'une transmission au parquet général compétent, afin qu'il apprécie la nécessité d'engager des poursuites disciplinaires contre un ou plusieurs commissaires aux comptes dans des cas de communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses.

L'AMF a transmis, en 2005, 24 rapports d'enquête et 1 rapport de contrôle comportant des éléments susceptibles de qualifications pénales. 22 de ces 25 rapports ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF et ne peuvent donc être commentés. Les 3 autres rapports concernent des situations dans lesquelles l'intervention des autorités judiciaires, en complément des investigations de l'AMF, est nécessaire pour rapporter la preuve des faits et permettre valablement, le cas échéant, le prononcé d'une sanction pénale.

Les suites judiciaires de ces rapports sont menées en totale indépendance des procédures de sanctions éventuellement ouvertes par l'AMF³¹.

B Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles

Au cours de l'année 2005, l'AMF a adressé 6 rapports d'enquête ou de contrôle à d'autres autorités administratives ou professionnelles françaises (4 à la Commission bancaire et 2 à la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance devenue l'ACAM). Ces chiffres sont logiquement en retrait par rapport aux années antérieures du fait de la fusion intervenue entre la COB, le CMF et le CDGF qui se transmettaient mutuellement de nombreux rapports d'enquête ou de contrôle.

Tableau 3

Tableau récapitulatif des transmissions des rapports d'enquête et de contrôle par l'AMF en 2004 et 2005

	AMF 2004	AMF 2005
Transmissions :		
– aux autorités administratives ou professionnelles	4	6
– au parquet	18	25*

Source : AMF

* Dont 5, concernant des commissaires aux comptes, ont, en outre, été transmis à un ou plusieurs parquets généraux.

³⁰ Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

³¹ Voir annexe 5, tableau 4 « Les suites judiciaires ».

CHAPITRE 6

Les décisions de la Commission des sanctions

● ● ● ● ● 235

1 L'activité
de la Commission
des sanctions en 2005

● 237

2 Les décisions
de la Commission
des sanctions
prononcées en 2005
et leurs suites

● 267

3 Les suites des décisions
antérieures à 2005

La Commission des sanctions est seule habilitée à prononcer des sanctions. Elle est composée de 12 membres¹ et divisée en deux sections de six membres.

Totalement indépendante du Collège, elle est saisie par le Président de l'AMF des griefs notifiés aux personnes mises en cause, suivant la décision prise par l'une des trois commissions spécialisées du Collège. Le Président de la Commission des sanctions désigne alors parmi ses membres, pour chaque affaire, un rapporteur chargé d'instruire le dossier.

Pour faire face au développement de l'activité de la Commission et aux contentieux liés à ses décisions, qui sont portées selon les cas devant le Conseil d'État, la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation, un service exclusivement dédié à l'instruction et aux contentieux des sanctions (SICS) a été créé en 2005.

1 L'activité de la Commission des sanctions en 2005

La Commission des sanctions a eu une activité soutenue tout au long de l'année 2005, poursuivant son action répressive et pédagogique. Elle a mené à leur terme, entre janvier et décembre 2005, 32 procédures (contre 24 en 2004) dont 27 ont donné lieu au prononcé de sanctions à l'encontre de 51 personnes physiques ou morales. En dépit de cette augmentation du nombre des affaires traitées, 36 procédures restaient en cours au 31 décembre 2005.

Les sanctions prononcées concernent principalement des procédures dans lesquelles il a été fait application de règles relatives à l'information du public (7 procédures) et aux prestataires exerçant les services d'investissement autre que la gestion de portefeuille (6 procédures).

Les autres procédures ont abouti à une sanction sur le fondement de dispositions relatives à la manipulation de cours (4 procédures), aux opérations d'initié (2 procédures), aux teneurs de comptes conservateurs (2 procédures), aux prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion pour le compte de tiers (2 procédures), aux intermédiaires en biens divers (1 procédure), aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (1 procédure), aux marchés réglementés (1 procédure) et à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché (1 procédure).

¹ Article L. 621-2, IV, du code monétaire et financier.

Toute décision prononcée par la Commission peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues aux articles R. 621-44 et suivants du code monétaire et financier. 18 personnes ont formé un recours à l'encontre de décisions de sanctions prononcées en 2005 et 37 recours qui avaient été formés à l'encontre des décisions antérieures ont été traités en 2005.

Au total, entre 2004 et 2005, sur les 95 personnes sanctionnées par la Commission des sanctions de l'AMF depuis sa création, 34 personnes ont intenté des recours au fond. Ces recours ont conduit le Conseil d'État et la Cour d'appel de Paris à prononcer 9 décisions de « réformation » et deux décisions d'annulation², dont l'une fait l'objet d'un pourvoi pendant devant la Cour de cassation.

Statistiques

Nombre de procédures ouvertes en 2005 : **34** procédures.

Nombre de procédures menées à terme en 2005 : **32** dont **1** procédure héritée du CMF et **31** procédures ouvertes par l'AMF³.

Détail des **32** procédures de sanction menées à terme en 2005 :

- **79⁴** personnes concernées dont :
 - . **51** personnes sanctionnées (27 personnes morales et 24 personnes physiques),
 - . **28** personnes mises hors de cause (9 personnes morales et 19 personnes physiques) ;
- **5** procédures sans aucune sanction (concernant 5 personnes morales et 4 personnes physiques).

Les **51** sanctions prononcées se répartissent ainsi :

- **35** sanctions pécuniaires :
 - . allant de **1** euro à **600 000** euros,
 - . pour un montant total de **3 833 002** euros réparti entre **18** personnes morales (2 765 001 euros) et 17 personnes physiques (1 068 001 euros),
 - . dont **1** assortie d'une interdiction temporaire d'exercer, **3** d'un blâme et **3** d'un avertissement ;
- **1** interdiction temporaire d'exercer non assortie d'une sanction pécuniaire ;
- **3** blâmes non assortis d'une sanction pécuniaire ;
- **12** avertissements non assortis d'une sanction pécuniaire.

Nombre de procédures restant en cours fin 2005 : **37**.

Nombre de recours intentés par les personnes sanctionnées en 2005 : **18**.

Source : AMF

² Chiffres arrêtés au 28 mars 2006. 16 procédures étaient pendantes devant le Conseil d'État et la Cour d'appel de Paris à la date de rédaction du rapport. Les pourvois en cassation ne sont pas comptabilisés ici.

³ 6 décisions n'ont pas donné lieu à publication, dont 3 avaient mis hors de cause les personnes poursuivies.

⁴ Dans l'une de ces décisions, la Commission a décidé de surseoir à statuer sur le cas d'une personne physique mise en cause.

2 Les décisions de la Commission des sanctions prononcées en 2005 et leurs suites

Les décisions de la Commission des sanctions présentées ci-après ont fait l'objet d'une publication à la Revue mensuelle de l'AMF, au BALO⁵ et sur le site internet de l'AMF.

A À l'égard de M. Bernard Bécquart et de la société Generix S.A.

1 Décision du 6 janvier 2005 (deuxième section)⁶

La Commission des sanctions a :

- prononcé une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de M. Bernard Bécquart, président-directeur général puis directeur général de la société Generix S.A. ;
- mis hors de cause la société Generix S.A. des poursuites engagées à son encontre.

La Commission a considéré que le chiffre d'affaires de la société Generix S.A. avait été indûment majoré du montant de la vente pour 1,16 million d'euros hors taxes d'un droit de sous-concéder un progiciel. Elle a estimé qu'en communiquant sur la hausse du chiffre d'affaires due à cet enregistrement comptable irrégulier, M. Bernard Bécquart avait transmis au public une information qui n'était ni exacte, ni précise, ni sincère, et avait de ce fait faussé la connaissance que pouvait avoir le public de la situation financière et des perspectives de la société Generix S.A. Aussi bien a-t-elle retenu à l'encontre de M. Bernard Bécquart un manquement aux dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

En revanche, elle a considéré, au vu des pièces du dossier et des débats contradictoires, qu'il n'était pas démontré que les membres du comité de direction de la société Generix S.A. aient été en mesure de connaître la convention du 7 février 2002, celle-ci leur ayant été dissimulée jusqu'à l'automne 2002. En considération du doute subsistant à cet égard, la Commission a mis hors de cause la société Generix S.A. des poursuites à son encontre sur le fondement de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 susvisé.

⁵ Bulletin des annonces légales obligatoires, notamment disponible sur internet (<http://balo.journal-officiel.gouv.fr/>) catégorie « Bulletin officiel de l'AMF ».

⁶ Revue mensuelle AMF, n° 12 de mars 2005, pages 63 à 71.

2 Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 20 septembre 2005⁷

La Cour d'appel de Paris a réformé la décision de la Commission des sanctions du 6 janvier 2005, mais seulement en ce qui concerne le montant de la sanction prononcée à l'encontre de M. Bernard Bécquart qu'elle a ramené à 50 000 euros.

La Cour a écarté les moyens de procédure soulevés par M. Bécquart qui invoquait la violation des droits de la défense au cours de l'enquête et a confirmé sur le fond l'appréciation faite par la Commission dans sa décision.

M. Bernard Bécquart a formé un pourvoi en cassation contre cet arrêt.

B Décision du 27 janvier 2005, société Net2S (première section)⁸

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de la société Net2S.

La Commission a constaté que la société Net2S n'avait pas établi dans les délais impartis, pour les exercices clos au 31 décembre 2000 et au 31 décembre 2001, de documents de référence susceptibles d'être enregistrés par la COB, en violation de l'article 3 du règlement COB n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché alors en vigueur.

Ella a considéré que ces carences avaient eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché et de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs et à leurs intérêts puisque ces derniers ont été privés d'une information complète sur la situation de la société au cours de l'exercice 2000 et n'ont pas eu accès à cette information dans les délais impartis concernant l'exercice 2001.

La Commission a toutefois relevé que la société Net2S avait toujours fait publier des communiqués de presse concernant ses comptes sociaux et avait régulièrement fait enregistrer par la COB un document de référence le 24 juin 2003 concernant les comptes de l'exercice 2002 et un autre le 13 mai 2004 concernant les comptes de l'exercice 2003.

⁷ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 97 à 101.

⁸ Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005, pages 47 à 50.

C **Décision du 10 février 2005, société Global Equities, MM. Gilles Boyer, Raphaël Real Del Sarte, Alex Duprez, Cédric Reicher et Fabrice Porquier (première section)⁹**

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Global Equities et de M. Fabrice Porquier, et mis hors de cause MM. Gilles Boyer, Raphaël Real Del Sarte, Alex Duprez et Cédric Reicher.

La Commission a estimé que la société Global Equities avait contrevenu aux dispositions de l'article 2-1-3 du règlement général du CMF, alors applicables, en attribuant une carte professionnelle de négociateur Euronext à M. Alex Duprez, collaborateur de la société Negus, avec laquelle elle avait signé un contrat de mandataire exclusif pour des activités de réception et de transmission d'ordres pour compte de tiers.

La Commission a relevé, ensuite, que la société Global Equities avait effectué des opérations sans donneur d'ordres alors qu'elle n'était pas agréée pour exercer une activité de négociation pour compte propre. Elle a toutefois estimé que les applications correspondantes avaient été réalisées pour le compte de clients précisément identifiés et qu'un dispositif de contrôle existait désormais au sein de l'établissement lui permettant de s'assurer que les achetés-vendus résultaient bien de la confrontation d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente. Elle a également considéré que la technique des achetés-vendus artificiels portait, en tant que telle, atteinte à l'intégrité du marché et contrevenait aux règles d'organisation et de fonctionnement de l'entreprise de marché.

La Commission a considéré que M. Fabrice Porquier avait dépouillé des opérations pour le compte d'un client à un cours inférieur au prix traité sur le marché, permettant à la société Global Equities de percevoir une rémunération complémentaire sous forme d'écart de cours à laquelle le vendeur était intéressé. Elle a estimé que la société Global Equities avait perçu un profit indu en contrevenant de la sorte à la convention de services signée avec le client, pratique méconnaissant le principe énoncé à l'article 3-3-1 du règlement général du CMF alors applicable selon lequel le prestataire prend soin de fournir aux clients la meilleure exécution possible, ce qui doit régulièrement le conduire à « répondre le prix du marché et à prendre un courtage ».

Concernant M. Raphaël Real Del Sarte, la Commission a estimé qu'il avait agi en simple qualité de vendeur soumis au pouvoir hiérarchique et que les applications artificielles reprochées n'avaient pas nui à l'intérêt des clients ni pu induire en erreur les membres des marchés concurrents.

⁹ Revue mensuelle AMF, n° 13 d'avril 2005, pages 57 à 63.

La Commission a ensuite estimé que M. Alex Duprez, auquel il était reproché d'avoir provoqué intentionnellement des décalages de cours aux fins d'en tirer avantage et d'avoir réalisé des applications sans donneur d'ordres aux fins de modifier le prix de référence sur le marché central, provoquant ainsi un décalage de cours juste avant l'émission d'un ordre important d'un client, n'avait pas retiré un avantage personnel de sa démarche et n'avait pas eu l'intention d'induire en erreur les membres concurrents du marché.

Concernant M. Cédric Reicher, la Commission a relevé qu'il avait effectué le 15 décembre 2002 des applications hors marché pour la Banque Scalbert Dupont, en les dépouillant au cours le plus bas du jour et non au cours disponible sur le marché. Elle a toutefois considéré qu'il était un vendeur novice n'ayant pas été apte à s'opposer à la demande expresse du seul client institutionnel dont il était en charge et que ni la société Global Equities ni M. Cédric Reicher n'en avaient tiré d'avantages financiers directs.

Concernant, enfin, M. Gilles Boyer, la Commission a indiqué que les faits reprochés avaient été essentiellement commis antérieurement à sa nomination et, qu'à partir de celle-ci, aucun agissement qui lui serait imputable n'avait été relevé.

D **Décision du 17 mars 2005, Banque Fédérative du Crédit Mutuel, (deuxième section)¹⁰**

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la Banque Fédérative du Crédit Mutuel (BFCM) un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros.

La Commission a relevé plusieurs manquements aux dispositions du règlement général du CMF relatives à la tenue de compte-conservation d'instruments financiers.

Elle a, tout d'abord, constaté que le système mis en place pour la constatation et le suivi des droits des titulaires n'était pas un système de comptabilité en partie double et que ce manquement, reconnu par la BFCM, s'était prolongé dans le temps.

Elle a, ensuite, considéré que si le système mis en place permettait d'effectuer une vérification comptable de l'équilibre des opérations à dénouer et des mouvements de dénouement ainsi que de l'exactitude de leur traitement, la BFCM n'était pas en mesure de présenter une égalité quotidienne entre l'ensemble des écritures passées au crédit des comptes et l'ensemble des écritures passées à leur débit, d'une part, et ne justifiait pas que son système de contrôle puisse satisfaire aux exigences des dispositions de l'article 22 de la décision CMF n° 2001-01, s'agissant notamment des opérations donnant lieu à traitement manuel, d'autre part.

¹⁰ Revue mensuelle AMF, n° 13 d'avril 2005, pages 65 à 74.

Elle a, par ailleurs, constaté que le système informatique ne comportait ni plan comptable ni journal général enregistrant les mouvements d'instruments financiers. Elle n'a cependant pas retenu ce manquement eu égard au doute sur l'existence d'une base légale à l'époque des faits.

La Commission a également écarté le grief tiré de l'absence de calcul immédiat des avoirs disponibles enregistrés chez les dépositaires centraux, au motif que la réglementation n'exige pas un calcul immédiat mais un calcul quotidien, que le système de la BFCM permettait de réaliser. Elle a, de même, écarté les griefs tirés de la comptabilisation des droits de souscription, droits d'option et bons de souscription, estimant que le nombre des erreurs relevées par le contrôle était trop faible pour stigmatiser des ressources humaines, un système informatique, des dispositifs de protection de la clientèle et de contrôle interne insuffisants au sens de la réglementation du CMF. La Commission n'a pas non plus retenu le grief tiré de l'absence de comptabilisation des obligations de restitution inhérentes à la mise en pension d'instruments financiers, constatant que si la BFCM n'effectuait pas elle-même d'écritures comptables retraçant ces obligations, elle avait mis en place une procédure quotidienne de suivi et de contrôle des opérations qui y étaient liées et qu'il s'agissait là d'une légère défaillance non susceptible à elle seule de caractériser un manquement.

La Commission a enfin retenu le dernier grief caractérisé par les anomalies relevées dans le traitement des opérations portant sur les droits de souscription et les instructions de règlement et de livraison. Elle a considéré que ces erreurs, non contestées, étaient patentes et révélatrices, non seulement d'un défaut d'élaboration des comptes en partie double, constitutif d'un manquement déjà retenu, mais aussi d'une comptabilisation défectueuse des instruments financiers et de leurs mouvements au sens de l'article 6-3-3 du règlement général du CMF.

E **Décision du 7 avril 2005, société Naf Naf et M. Gérard Pariente (deuxième section)¹¹**

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Naf Naf une sanction pécuniaire de 10 000 euros et mis hors de cause M. Gérard Pariente.

La Commission a constaté que la société Naf Naf n'avait pas respecté, à l'occasion de l'exécution de son programme de rachat d'actions, les conditions auxquelles est soumise la présomption de légitimité d'intervention du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, notamment en ayant dépassé le seuil de 25 % de la moyenne des quantités négociées sur la période des quinze derniers jours de bourse. Elle a considéré que le fonctionnement du marché avait été altéré et que les investisseurs avaient été trompés sur l'intensité des interventions de rachat, et que de telles pratiques

¹¹ Revue mensuelle AMF, n° 15 de juin 2005, pages 59 à 64.

avaient été « de nature à porter atteinte aux droits des épargnants » et à « fausser le fonctionnement du marché », en violation des dispositions du règlement COB n° 90-04.

La Commission n'a pas retenu le grief relatif à l'information contenue dans la note d'information sur le programme de rachat, en considérant qu'il ne s'agissait que d'une erreur, d'ailleurs corrigée au sein même de la note et dépourvue de tout impact. Elle n'a également pas retenu le grief concernant la déclaration à la COB des annulations de titres par l'émetteur, en constatant que celle-ci avait été faite dans les déclarations mensuelles adressées à la COB et retraçant les achats et les ventes effectués sur ses propres titres.

F À l'égard de la société Metaleurop S.A. et de MM. Russ Robinson et Christian Castel

1 Décision du 14 avril 2005 (deuxième section)¹²

La Commission des sanctions a prononcé :

- une sanction pécuniaire de 200 000 euros à l'encontre de la société Metaleurop S.A. ;
- une sanction pécuniaire de 150 000 euros à l'encontre de M. Russ Robinson, président du directoire puis président-directeur général de la société Metaleurop S.A. ;
- une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de M. Christian Castel, membre du conseil d'administration de la société Metaleurop S.A.

La Commission a considéré qu'en s'abstenant, jusqu'au 17 février 2003, de porter à la connaissance du public l'augmentation des crédits à court terme à moins d'un an à la suite de la conclusion, intervenue le 30 septembre 2002, sous l'égide d'un mandataire *ad hoc*, d'un protocole entre Metaleurop, ses banques créancières et le groupe suisse de négoce Glencore, la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson avaient commis un manquement à l'article 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public. Elle a écarté le motif tiré de l'obligation de confidentialité à laquelle ils étaient soumis du fait de la procédure de mandat *ad hoc*, dès lors qu'ils s'en étaient eux-mêmes affranchis en révélant au public, dans l'annexe aux comptes consolidés au 30 juin 2002 publiés au Bulletin des annonces légales obligatoires du 28 octobre 2002, des informations concernant le dit protocole d'accord. Elle a, en revanche, considéré que la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson avaient pu légitimement différer la révélation au public de la modification de l'échéance de remboursement de la dette bancaire à court terme et la constitution de garanties sur certains actifs du groupe.

La Commission a, en outre, considéré qu'en employant, dans un communiqué du 17 janvier 2003, dans un paragraphe relatif aux perspectives de désendettement du groupe, le présent de l'indicatif alors que le reste du

¹² Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005, pages 51 à 69.

paragraphe était rédigé au futur de l'indicatif, la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson avaient délivré au public une information inexacte, commettant ainsi un manquement aux dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Elle a estimé, ensuite, qu'en indiquant au public, dans un communiqué du 12 décembre 2002, que la vente d'un actif (l'usine de Nordenham Zinc) permettait à Metaleurop « de supprimer presque en totalité sa dette à court terme vis-à-vis des banques » alors qu'à la date de ce communiqué ils estimaient le montant des retenues à opérer sur le prix de vente brut de cet actif à environ 35 %, la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson avaient commis un manquement aux dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public. Elle a, en revanche, considéré que la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson ne pouvaient, dès le 12 décembre 2002, informer le public des retenues qui seraient, ou qui pourraient devoir être, effectuées sur le prix de vente de cet actif, dans la mesure où ni le prix de vente net, ni le montant des retenues n'étaient alors connus avec précision. De même, elle a considéré qu'il ne pouvait leur être valablement fait grief de n'avoir pas informé le public des difficultés de transfert du prix de vente de cet actif de la filiale allemande qui en était propriétaire vers la société Metaleurop S.A., ces difficultés n'ayant été connues des dirigeants que le 11 février 2003 et ayant été portées à la connaissance du public dès le 17 février 2003.

La Commission a écarté le grief fait à la société Metaleurop S.A. et à M. Russ Robinson d'avoir communiqué au public des perspectives financières irréalistes en relevant que ces informations avaient été présentées comme constituant des objectifs, dont la réalisation était au surplus clairement subordonnée à la réalisation de certaines conditions, telles des circonstances de marché favorables ou le maintien d'unités de production rentables.

La Commission a, enfin, considéré qu'en cédant, pour le compte de sa femme, de sa mère et de ses deux filles, des actions de la société Metaleurop S.A. en décembre 2002 et en janvier 2003, alors qu'il avait été informé, lors du conseil d'administration du 20 septembre 2002, des termes et conditions du protocole d'accord conclu le 30 septembre entre le groupe Metaleurop, ses banques créancières et le groupe suisse de négoce Glencore, et qu'il avait eu connaissance, lors du conseil d'administration du 4 novembre 2002, du prix de vente de l'usine de Nordenham Zinc, qu'il considérait comme particulièrement défavorable pour le groupe Metaleurop, M. Christian Castel avait commis un manquement à l'article 2 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

2 Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 13 décembre 2005¹³

La Cour d'appel de Paris a réformé la décision de la Commission des sanctions du 14 avril 2005, mais seulement en ce qui concerne le montant

¹³ Revue mensuelle AMF, n° 21 de janvier 2006, pages 63 à 73.

de la sanction, qu'elle a ramené à 140 000 euros s'agissant de la société Metaleurop S.A. et à 90 000 euros s'agissant de M. Russ Robinson.

Elle a écarté les moyens de procédure soulevés par la société Metaleurop S.A. et M. Russ Robinson qui invoquaient la violation, par les enquêteurs, des dispositions de l'article 8 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales garantissant le respect de la vie privée et familiale et celui du domicile et de la correspondance, la violation des droits de la défense de M. Russ Robinson et la violation de l'obligation de motivation. Sur le fond, elle a confirmé l'appréciation faite par la Commission dans sa décision.

M. Russ Robinson a formé un pourvoi en cassation contre cette décision.

G **Décision du 21 avril 2005, M. Stéphane Charoy et société Perfect Technologies (deuxième section)¹⁴**

La Commission des sanctions a décidé de mettre hors de cause la société Perfect Technologies et M. Stéphane Charoy.

Il leur était reproché, en premier lieu, d'avoir délivré au public, tout au long de l'année 2001, une information inexacte relative aux comptes de l'exercice 2000 et aux prévisions pour l'exercice 2001.

La Commission des sanctions a considéré que l'information donnée le 27 février 2001 sur une perte limitée à 1,5 million d'euros en 2000 s'était avérée inexacte mais que les prévisions sur le chiffre d'affaires étaient, elles, exactes. Elle a cependant estimé que les personnes mises en cause justifiaient s'être acquittées avec la prudence nécessaire de leur obligation d'information du marché.

Elle a indiqué que les informations communiquées sur le chiffre d'affaires de l'année 2001 avaient été abusivement optimistes et inexactes, que les prévisions n'étaient pas fondées sur une hypothèse chiffrée fiable et que leur correction à la baisse avait été trop peu importante et trop tardive. Elle a cependant constaté qu'il n'était pas démontré que ces informations aient eu ou pu avoir une incidence quelconque sur les cours du titre et sur le fonctionnement du marché.

Elle a estimé que si elles s'étaient avérées inexactes, les prévisions communiquées sur les dix premiers mois de l'année 2001 n'avaient pas constitué des informations trompeuses dès lors que, fondées sur des éléments objectifs, elles avaient été présentées comme des anticipations et avaient comporté un aspect aléatoire qui n'avait pas échappé au marché dont elles n'avaient pas faussé le fonctionnement.

En deuxième lieu, la Commission a considéré que le grief de défaut de diffusion effective et intégrale des communiqués de presse de la société Perfect Technologies n'était pas suffisamment établi par les éléments du dossier.

En troisième lieu, M. Stéphane Charoy s'était vu également reprocher d'avoir exploité une information privilégiée sur les difficultés rencontrées par la société en intervenant à la vente sur le marché du titre de la société Perfect Technologies.

La Commission a estimé qu'il était détenteur d'une information privilégiée sur la seule période comprise entre le 22 et le 30 octobre 2001, information relative à l'aggravation de la situation et à l'ampleur de la perte prévisible mais qu'il n'était pas démontré que les ventes effectuées par M. Stéphane Charoy entre le 24 et le 30 octobre 2001 avaient été déterminées par la connaissance d'informations sur l'état de la trésorerie et sur le montant des pertes de l'exercice précédent.

☒ Décision du 21 avril 2005, M. Luc Valentin, Mme Sandrine Curt, MM. Alain Tholon et Vincent Lopez, société Oddo & Compagnie Entreprise d'investissement (première section)¹⁵

La Commission des sanctions a prononcé :

- une interdiction d'exercer, pendant deux mois, l'une quelconque des activités à l'occasion desquelles il a commis les manquements retenus et une sanction pécuniaire de 3 000 euros à l'encontre de M. Vincent Lopez ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 2 000 euros à l'encontre de M. Alain Tholon ;
- une sanction pécuniaire de 2 000 euros à l'encontre de M. Luc Valentin ;
- un blâme à l'encontre de Mme Sandrine Curt ;
- un avertissement à l'encontre de la société Oddo & Compagnie Entreprise d'investissement.

Les faits portaient sur des achats inhabituels de titres de la société Coface, réalisés par des investisseurs pendant la période précédant l'annonce, le 2 avril 2002, par la société Scor, de la cession de sa participation de 35,26 % dans le capital du groupe Coface à Natexis Banques Populaires (NBP), au prix de 62 euros par action.

La Commission des sanctions a considéré que l'information relative à l'offre publique de NBP était précise, confidentielle et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre de la société Coface au moment où elle a été révélée au public.

La Commission des sanctions a constaté que M. Luc Valentin, conseiller aux affaires sociales au sein de la direction des ressources humaines de NBP au moment des faits, avait eu connaissance de cette information privilégiée, le 25 mars 2002, lors d'une réunion relative à la préparation de l'opération de prise de contrôle de la société Coface par NBP, d'une part, et l'avait

communiquée à un tiers, client de l'établissement lyonnais de la société Oddo Pinatton Gestion Privée, le 26 mars 2002, par téléphone, d'autre part. Elle a précisé que le caractère intentionnel ou maladroit de la transmission de l'information privilégiée importait peu, s'agissant d'un manquement objectif.

Elle a constaté que Mme Sandrine Curt, assistante de gestion au sein de l'établissement lyonnais de la société Oddo Pinatton Gestion Privée, détenait cette information privilégiée, en ayant reçu de son client M. X, le 27 mars 2002, l'information de la future OPA de NBP sur la société Coface, d'une part, et qu'elle l'avait indirectement exploitée sur le marché en achetant des titres de la société Coface pour son client, sur son ordre, et en décidant avec M. Vincent Lopez, directeur de l'agence lyonnaise Oddo Pinatton Gestion Privée, d'acheter des titres de la société Coface pour le compte d'un client géré sous mandat. La Commission des sanctions n'a cependant pas retenu à l'encontre de Mme Sandrine Curt le grief de transmission de l'information privilégiée.

Quant à M. Alain Tholon, responsable de la gestion assistée et gérée au sein de l'établissement lyonnais Oddo Pinatton Gestion Privée, la Commission a considéré qu'il détenait une information privilégiée communiquée à l'occasion de l'exercice de sa profession, qu'il l'avait transmise les 26 et 27 mars 2002 à plusieurs de ses clients conseillés et qu'il l'avait exploitée en achetant des titres de la société Coface pour le compte de deux de ses clients gérés sous mandat et pour son propre compte.

La Commission des sanctions a considéré que M. Vincent Lopez détenait, dans les mêmes conditions, l'information privilégiée et qu'il l'avait exploitée en achetant puis revendant, avec une plus-value, des titres de la société Coface pour son propre compte.

Concernant la société Oddo & Compagnie Entreprise d'investissement, la Commission a écarté les griefs tirés de l'absence de contrôle des activités de l'établissement lyonnais et du défaut d'enregistrement des conversations téléphoniques, mais a retenu à son encontre un manquement à l'article 9 du règlement COB n° 96-03, imposant une organisation interne adéquate permettant de justifier en détail l'origine des ordres, et un manquement à l'article 3-4-4 du règlement général du CMF prévoyant l'obligation d'enregistrer chronologiquement les ordres passés.

I **Décision du 21 avril 2005, société Dubus S.A. et M. Claude Dubus (deuxième section)¹⁶**

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Dubus S.A. un blâme et à l'encontre de M. Claude Dubus, dirigeant et RCSI de ladite société, une sanction pécuniaire de 50 000 euros.

La Commission a considéré qu'était constitué, au regard de l'article 4-1-35-1 du règlement général du CMF, le manquement d'insuffisance de couverture,

relevant que des positions insuffisamment couvertes de la clientèle n'avaient pas été liquidées et que des positions SRD en insuffisance de couverture avaient été automatiquement prorogées d'un mois sur l'autre sans instruction des clients et sans mandat de gestion. Elle a précisé que 290 comptes présentaient, au 8 avril 2003, des situations négatives résultant d'un défaut de couverture, s'élevant au total à environ 10 millions d'euros, dont 239 comptes encore engagés sur le SRD au moment du contrôle de l'AMF.

Elle a également retenu le grief tiré du défaut de blocage de la saisie d'ordres *via* internet pour un compte en insuffisance de provisions et constitutif d'une violation de l'article 10 de la décision CMF n° 99-07.

La Commission des sanctions a, en revanche, écarté le grief tiré de la violation de l'interdiction de couvrir les engagements à l'achat sur un instrument financier avec le même instrument et celui tiré de l'absence de moyens de contrôle.

Cette décision a fait l'objet d'un recours porté devant la Cour d'appel de Paris par M. Claude Dubus qui s'est toutefois désisté de ce recours, ce dont il lui a été donné acte par arrêt du 13 décembre 2005. M. Claude Dubus et la société Dubus S.A. ont par ailleurs présenté une requête en annulation qui est pendante devant le Conseil d'État.

J Décision du 16 juin 2005, M. Jean-Louis Espirac (première section)¹⁷

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 20 000 euros à l'encontre de M. Jean-Louis Espirac.

Elle a indiqué que cet investisseur individuel était intervenu sur le marché des titres de la société Intercall, dont il ne pouvait ignorer la faible liquidité, en passant de nombreux ordres d'achat portant sur des volumes importants, à des cours souvent très éloignés de ceux du marché, voire « à tout prix », afin d'éviter une baisse du cours. Elle a estimé que, ce faisant, M. Jean-Louis Espirac s'était rendu responsable de manœuvres ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur en méconnaissance des dispositions des articles 2, 3 et 4 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

K Décision du 28 juin 2005, société Cyril Finance et MM. Didier Genet et Linh Nuyen (deuxième section)

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Cyril Finance et de M. Didier Genet, président du directoire de la

¹⁷ Revue mensuelle AMF, n° 17 de septembre 2005, pages 77 à 81.

société Cyril Finance, et a mis hors de cause M. Linh Nuyen, président du conseil d'administration de la société Picogiga.

La Commission a retenu à l'encontre de la société Cyril Finance le grief d'exploitation d'une information privilégiée concernant la vente de 5 700 actions de la société Picogiga, pour le compte de clients, et ce en violation de l'article 5 du règlement COB n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

Les faits portaient sur le marché du titre de la société Picogiga et des obligations convertibles Picogiga 4 % 21 mars 2006, dont la société Cyril Finance avait été chargée de l'émission en mars 2001. Sur la période comprise entre le 14 août 2002 et le 4 septembre 2002, date à laquelle la société Picogiga avait publié un communiqué évoquant notamment une dégradation de son chiffre d'affaires du troisième trimestre et de sa trésorerie, une forte baisse du cours sur le marché de l'obligation convertible et sur celui de l'action avait été constatée. En outre, le 2 septembre 2002 un volume anormalement élevé avait été échangé sur le marché de l'obligation convertible.

La Commission a considéré que constituait une information privilégiée l'imminence de la diffusion par la société Picogiga du communiqué du 4 septembre, qui était connue de la société Cyril Finance depuis la réunion du 29 août 2002, à laquelle avaient participé son président du directoire, son directeur des affaires financières et le directeur financier de la société Picogiga. Elle a en outre estimé que la décision de vendre les 5 700 actions constituait bien une exploitation d'une information privilégiée car, intervenue quelques heures avant la vente des obligations, elle avait eu pour seul objet et pour unique effet de se prémunir contre la baisse des cours qui devait résulter de la publication du communiqué.

Elle a en revanche écarté les griefs notifiés à la société Cyril Finance et à M. Didier Genet tirés de l'exploitation d'une information privilégiée consistant en la vente des obligations convertibles, au motif que cette vente avait été arrêtée, dans son principe, deux mois plus tôt et que M. Didier Genet s'était borné à mettre en œuvre son projet, dans l'intérêt des clients sous mandat de gestion.

La Commission a par ailleurs retenu à l'encontre de la société Cyril Finance et de M. Didier Genet le grief tiré de la violation de l'interdiction d'effectuer des opérations entre comptes gérés et compte propre, en ce qui concerne la vente d'obligations convertibles. Elle a précisé que l'interdiction faite aux sociétés de gestion de portefeuille d'effectuer ce type d'opérations s'appliquait à la société Cyril Finance, en dépit de son statut de société financière, dès lors qu'elle exerçait une activité de gestion de portefeuille, fût-ce à titre accessoire. Elle a également considéré que les articles L. 533-12 du code monétaire et financier et 17 du règlement COB n° 96-03, s'ils n'interdisent que les opérations « directes » entre portefeuilles gérés, proscrivent clairement toute opération, de quelque nature qu'elle soit, entre compte géré et compte propre, les risques de conflit d'intérêts créés par de telles opérations, même si

les cessions sont réalisées par l'intermédiaire du marché, étant suffisamment perceptibles pour expliquer le caractère absolu de l'interdiction.

La Commission a écarté, faute de preuve, le grief tiré de la violation de l'article 14 du règlement COB n° 96-03 imposant l'obligation d'assurer l'indépendance de l'activité de gestion pour compte de tiers par rapport aux autres fonctions exercées, notamment la gestion pour compte propre du prestataire.

Quant à M. Linh Nuyen auquel il était reproché des manquements de communication au public d'une information inexacte, imprécise, trompeuse ou tardive, la Commission des sanctions n'a retenu aucun des griefs portant sur les communiqués de la société Picogiga des 23 avril, 11 juillet et 4 septembre 2002, considérant que les informations délivrées ne revêtaient pas de caractère inexact, imprécis, trompeur ou tardif.

L À l'égard des sociétés Europe Finance et Industrie, Orapi et Luxyachting et de MM. Rémy Thannberger, Denis Bonzy, Stéphane Michelot et Éric Sidler

1 Décision du 7 juillet 2005 (première section)¹⁸

La Commission des sanctions a prononcé un blâme à l'encontre de la société Europe Finance et Industrie (EFI), une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de son dirigeant, M. Rémy Thannberger, et une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de la société Luxyachting. La Commission a mis hors de cause MM. Stéphane Michelot et Denis Bonzy ainsi que la société Orapi. Elle a sursis à statuer sur le cas de M. Éric Sidler.

La Commission a considéré que l'entreprise d'investissement EFI, agréée pour exercer des services de placement, de réception, transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers, avait manqué à son obligation de diligence dans le montage et le suivi des dossiers d'inscription sur le Marché libre de plusieurs sociétés. Elle s'est fondée sur les appréciations convergentes de nombreux émetteurs qui ont fait valoir la faiblesse des moyens mis en œuvre par la société EFI pour la préparation du prospectus. La Commission a rappelé que la circonstance que d'autres prestataires intervenaient dans la rédaction du prospectus ou que ces derniers aient été visés par la COB ne saurait départir l'introduit de ses responsabilités propres.

La Commission a également retenu le grief tiré de l'atteinte aux principes de loyauté et de respect de l'intégrité du marché à l'occasion des contrats de liquidité signés par EFI avec la plupart des émetteurs concernés. En effet, la société EFI avait réalisé des achetés-vendus de façon régulière et continue sans pouvoir démontrer l'intérêt de telles transactions, bien supérieures

aux seules nécessités de la cotation. La Commission a relevé que la société EFI était sa propre contrepartie, alors qu'elle n'était pas agréée pour agir pour compte propre, et qu'elle n'a pu apporter la preuve des ordres qui lui auraient été transmis par des investisseurs, contrairement à ce qu'impose la réglementation. Ce faisant, elle avait contribué à créer pour chaque titre un marché fictif et maintenu artificiellement la valeur de ces titres.

La diligence comme la loyauté et le respect de l'intégrité du marché sont des principes dont le respect s'impose aux prestataires de services d'investissement et aux personnes agissant pour leur compte en vertu de l'article 3-1-1 du règlement général du CMF. Aussi bien est-ce sur ce fondement que la société EFI et M. Rémy Thannberger, en sa qualité de président du directoire et eu égard à son implication personnelle, ont été sanctionnés.

Parmi les émetteurs auxquels des griefs tirés d'une information financière inexacte et trompeuse avaient été notifiés, seule la société Luxyachting a été sanctionnée sur le fondement du règlement COB n° 98-07. Il lui a été reproché de n'avoir pas expliqué au public pourquoi son chiffre d'affaires prévisionnel pour 2001 avait été réduit de 36 % entre la note d'opération du 27 septembre 2001 et le communiqué suivant du 1^{er} mars 2002 et de n'avoir pas publié ses comptes pour l'exercice 2001, ce qui a, au surplus, privé ses actionnaires de la connaissance de son chiffre d'affaires effectif pour le même exercice.

Aucun manquement n'a été retenu à l'encontre de la société Orapi et de M. Denis Bonzy. En ce qui concerne la société WMI, qui n'avait publié aucun communiqué postérieurement à son inscription pour informer le public des difficultés qu'elle rencontrait, la Commission a considéré que les circonstances de l'espèce, et notamment le très court délai entre l'inscription au Marché libre et la procédure collective, rendaient M. Stéphane Michelot recevable à se prévaloir du deuxième alinéa de l'article 4 du règlement COB n° 98-07 qui permet aux émetteurs de « décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité ».

La société EFI et M. Rémy Thannberger ont présenté devant le Conseil d'État une requête en référé à fin de suspension de la décision ainsi qu'une requête en annulation. La procédure au fond est pendante devant le Conseil d'État.

2 Ordonnance de référé du Conseil d'État du 20 janvier 2006¹⁹

Le Conseil d'État a rejeté la requête en référé présentée pour la société Europe Finance et Industrie (EFI) et pour M. Rémy Thannberger aux fins de suspendre l'exécution de la décision de la Commission des sanctions en considérant que la condition d'urgence, à laquelle est subordonné le prononcé d'une telle mesure de suspension, ne pouvait pas être regardée comme satisfaite en l'espèce.

¹⁹ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 93 à 96.

M Décision du 11 juillet 2005, société Gravier Gestion (première section)²⁰

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Gravier Gestion un blâme et une sanction pécuniaire de 15 000 euros.

Elle a considéré que la société Gravier Gestion n'avait pas respecté le seuil minimum de fonds propres défini par l'article 6 du règlement COB n° 96-02, constatant que le montant de ses fonds propres, sur les années 2001, 2002 et 2003, n'était pas égal au quart de ses frais généraux et que, sur l'année 2004, il ne dépassait le seuil minimum que de 1 685 euros.

Elle a estimé que les activités de gestion pour le compte de tiers et celles de gestion pour compte propre n'étaient pas suffisamment séparées, en méconnaissance de l'article 14 du règlement COB n° 96-03, relevant que la même personne effectuait des actions de placement des fonds propres de la société tout en exerçant par ailleurs les fonctions de directeur de la gestion et de gérant de portefeuille pour le compte de tiers.

La Commission a, en revanche, écarté le grief tiré d'un défaut de mise en œuvre des moyens de contrôle de la gestion d'un fonds commun de placement et de la stratégie d'investissement retenue ainsi que celui de non-respect des dispositions réglementaires relatives aux conditions de suivi de la relation avec les clients au regard des nécessités de la lutte contre le blanchiment des capitaux.

N Décision du 16 septembre 2005, sociétés Exane et Eurazeo, MM. Mark Holland, Emmanuel Sasson, Bruno Keller, Philippe Guillot et Bertrand d'Espouy (deuxième section)²¹

La Commission des sanctions a prononcé :

- une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de la société Eurazeo ;
- une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Bruno Keller ;
- un avertissement et une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre de la société Exane ;
- un avertissement et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Mark Holland ;
- un avertissement à l'encontre de M. Emmanuel Sasson.

La Commission a mis hors de cause MM. Bernard d'Espouy et Philippe Guillot.

²⁰ Revue mensuelle AMF, n° 17 de septembre 2005, pages 83 à 87.

²¹ Revue mensuelle AMF, n° 19 de novembre 2005, pages 99 à 124.

Les faits portaient sur des manipulations de cours sur le marché du titre de la société Eurafrance, à l'occasion de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions entre le 18 décembre 2000 et le 27 février 2001.

La Commission a exclu la société Eurazeo du bénéfice de la présomption de légitimité de ses interventions sur ses propres titres, les exigences des textes relatifs aux plafonds quotidiens des rachats, applicables tant au moment des faits qu'actuellement, ayant été transgressées à plusieurs reprises. Elle a estimé, ensuite, qu'étaient constitués les manquements de manipulation de cours reprochés aux sociétés Eurazeo et Exane et à MM. Bruno Keller, Mark Holland et Emmanuel Sasson.

La Commission a, en effet, constaté que, durant la phase de rachat, le cours de l'action avait connu une tendance haussière forte et continue au point d'en être suspecte. Elle a déduit des éléments du dossier qu'existait une très forte préoccupation de la société Eurafrance de diminuer la participation de UBS Warburg en acquérant auprès de celle-ci un bloc de titres. Elle a examiné les transactions de bloc hors séance en prenant en compte ces objectifs.

Elle a considéré qu'était prouvée l'hypothèse d'une orchestration des opérations par le représentant de la société Eurafrance, laquelle prévoyait des modalités d'interventions régulières dans le cadre légal fixées entre Eurafrance et la société Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux (CAIC), c'est-à-dire des rachats au fil de l'eau avec une limite à 1 250 euros, et un autre type d'intervention, dont le caractère irrégulier était connu des interlocuteurs et qui tendait à faciliter un rachat massif à UBS Warburg, avec l'idée de faire monter le cours.

Quant aux interventions du 24 janvier 2001, la Commission, après analyse du marché du titre et des conversations téléphoniques, a considéré qu'il était établi que MM. Mark Holland et Emmanuel Sasson avaient agi pour faire monter artificiellement le cours, avec l'accord de la société Eurafrance et de son secrétaire général Bruno Keller, puis, pour stabiliser le cours quelque temps, conformément aux souhaits et à la consigne de la société Eurafrance et de M. Bruno Keller, ces agissements ayant eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché.

Sur les interventions du 8 février 2001, la Commission a considéré qu'il résultait de l'analyse du marché du titre et des conversations téléphoniques que MM. Mark Holland et Emmanuel Sasson avaient eu pour rôle, en lien avec M. Bruno Keller, de faire monter le cours et de permettre la vente d'un bloc à un prix élevé.

Enfin, concernant les interventions du 27 février 2001, la Commission a constaté que les opérations avaient pris une très grande ampleur. Elle a relevé que les enregistrements téléphoniques étaient révélateurs de la manœuvre mise en place et montraient que les deux contreparties étaient conscientes des risques de visibilité de la manipulation de cours qui venait de leur permettre de réaliser, au prix artificiellement gonflé qui leur convenait, l'achat par la société Eurafrance du bloc d'UBS Warburg, opération qui avait fait le matin même l'objet d'un refus d'autorisation par la COB.

La Commission a retenu la responsabilité de la société Exane ainsi que de MM. Mark Holland et Emmanuel Sasson sur le fondement des dispositions du règlement COB n° 90-04 et de l'article 3-4-10 du règlement général du CMF, celle de M. Bruno Keller sur le fondement des articles 2 et 3 du règlement COB n° 90-04 et celle de la société Eurazeo sur le fondement des dispositions du règlement COB no 90-04 relatif à l'établissement des cours.

Quant à MM. Philippe Guillot, « facilitateur » responsable du service compte propre de CAIC, et Bertrand d'Espouy, directeur du *sales trading* de CAIC, il leur était reproché d'avoir, le 16 février 2001, introduit un ordre d'achat de 5 000 titres à 79 euros qui, intégralement exécuté, avait fait monter les actions à ce cours, soit un décalage de 1,15 %, puis d'avoir fait passer une application de 450 000 titres à 79 euros au profit de la société Eurafrance.

La Commission des sanctions a mis hors de cause M. Bertrand d'Espouy au double motif qu'aucun agissement précis ne lui était reproché par la notification des griefs et qu'il était absent lors de l'opération du 16 février 2001.

Elle a également mis hors de cause M. Philippe Guillot en prenant en compte les circonstances particulières de l'espèce et spécialement qu'il était difficile de sanctionner un employé pour avoir exécuté les instructions qu'il croyait, à tort, légitimes de son employeur.

La Commission a, enfin, considéré que les manquements de communication et d'exploitation d'une information privilégiée n'étaient pas constitués à l'égard des sociétés Eurazeo et Exane et de MM. Bruno Keller, Mark Holland et Emmanuel Sasson. Elle a estimé que l'information litigieuse ne revêtait pas de caractère privilégié.

Cette décision a fait l'objet d'un recours par la société Eurazeo et M. Bruno Keller qui est pendant devant la Cour d'appel de Paris.

Décision du 29 septembre 2005, MM. Jérôme Lesaffre, Alain Floch, Didier Husson, Gilles Chavanac et société Mines de la Lucette (deuxième section)²²

La Commission des sanctions a prononcé une sanction de 1 euro à l'encontre de la société Mines de la Lucette et de 10 000 euros à l'encontre de son président-directeur général, M. Jérôme Lesaffre, et mis hors de cause MM. Alain Floch, Didier Husson et Gilles Chavanac, administrateurs de la société.

Deux documents de 2001 et de 2002 destinés au public avaient présenté la société Zukunft Anlagen devenue FL Participations, actionnaire de référence de la société Mines de la Lucette cotée au Premier marché d'Euronext, comme

²² Revue mensuelle AMF, n° 21 de janvier 2006, pages 45 à 52.

« la structure d'investissement en Europe d'une famille d'industriels privés nord-américains, la famille Mc Kenzie ». Les sociétés Tschingel et Saint-Paul, entrées dans le capital de la société Mines de la Lucette en septembre 2002, avaient, en outre, été présentées comme « des sociétés anonymes de droit luxembourgeois, détenues à 100 % par la famille Mc Kenzie ».

Or, il est apparu que les bénéficiaires économiques des sociétés Zukunft Anlagen, Tschingel et Saint-Paul étaient, selon le cas, MM. Jérôme Lesaffre, Alain Floch, Didier Husson ou Gilles Chavanac, et que ceux-ci étaient en même temps les titulaires des comptes bancaires sociaux. Au demeurant, il avait été déclaré que Mme Vandalyn Mac Kenzie était un *trustee* aux Bahamas et qu'elle travaillait dans un cabinet de gestion de fortune.

La Commission a estimé que l'image trompeuse donnée des actionnaires de référence de la société Mines de la Lucette, qui n'étaient pas les structures d'investissement en Europe d'une famille d'industriels privés nord-américains qu'elles prétendaient être, était de nature à modifier l'appréciation portée par le marché et, dès lors, par l'investisseur, sur la structure comme sur la qualité de l'émetteur. Ces informations trompeuses avaient donc été délivrées en méconnaissance des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Elle a considéré ce grief imputable à la société et à son dirigeant, mais pas aux administrateurs dont il n'était pas démontré qu'ils aient eu le moindre rôle dans la communication financière de la société.

Cette décision a fait l'objet d'un recours par M. Jérôme Lesaffre qui est pendant devant la Cour d'appel de Paris.

P **Décision du 4 octobre 2005,** **M. Lucien Deveaux et société Banque Privée** **Fideuram-Wargny (première section)²³**

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 125 000 euros à l'encontre de M. Lucien Deveaux, président-directeur général de la société Deveaux S.A. et une sanction pécuniaire de 250 000 euros à l'encontre du prestataire de services d'investissement Banque Privée Fideuram-Wargny.

La Commission a considéré qu'en procédant, directement et par personne interposée, et en faisant procéder par la Banque Privée Fideuram-Wargny, prestataire de services d'investissement chargé d'assurer l'animation du marché du titre Deveaux à l'occasion d'un contrat de liquidité, au rachat de volumes importants d'actions de la société Deveaux S.A. entre octobre et décembre 2002, M. Lucien Deveaux avait commis un manquement aux

dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

Elle a, par ailleurs, indiqué qu'en faisant acquérir par la société Deveaux S.A. des actions Deveaux, les 30 et 31 décembre 2002, soit dans les 15 jours précédant la publication de ses résultats, intervenue le 13 janvier 2003, M. Lucien Deveaux avait commis un manquement aux dispositions de l'article 8 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, qui interdisait aux émetteurs toute intervention sur leurs propres titres dans les 15 jours précédant la publication de leurs résultats.

Elle a estimé, tout en relevant que là n'était pas l'objectif principal des interventions de M. Lucien Deveaux, que les faits susvisés constituaient également un manquement aux dispositions de l'article 2 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée dans la mesure où M. Lucien Deveaux savait, dès le 13 décembre 2002, que les comptes de l'exercice qui devait se clore le 31 décembre suivant, qui n'ont été rendus publics que le 10 janvier 2003, seraient « très bons », ce qui constituait une information de nature à avoir une influence significative sur le cours des titres de la société Deveaux S.A. dont la détention lui interdisait toute intervention sur le marché de ces titres.

Par ailleurs, la Commission a considéré qu'en prêtant activement son concours à M. Lucien Deveaux – notamment en exécutant « au fil de l'eau » deux ordres portant sur 100 000 actions de la société Deveaux S.A. passés par M. Lucien Deveaux le 22 octobre 2002 et en acceptant de procéder à une application de bloc entre les sociétés SIMM.S.A. S – société *holding* de la famille Deveaux – et Deveaux S.A., qu'il savait pourtant liées – le prestataire de services d'investissement Banque Privée Fideuram-Wargny avait méconnu les dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours et 3-4-1 du règlement général du CMF.

Elle a ajouté qu'en procédant à des achetés-vendus sur le compte dévolu au contrat de liquidité de l'action de la société Deveaux S.A. pour des quantités régulièrement supérieures à 1 titre, à 10 titres, et parfois même égales à 100 titres, qui avaient pu donner l'impression de volumes de marché en réalité fictifs, le prestataire de services d'investissement Banque Privée Fideuram-Wargny avait également méconnu les dispositions des articles 3-4-1, 3-4-7 et 3-4-11 du règlement général du CMF.

Enfin, elle a considéré que le prestataire de services d'investissement Banque Privée Fideuram-Wargny avait méconnu les obligations que les articles 3-1-1 et 3-3-7 du règlement général du CMF mettaient à sa charge vis-à-vis de son client.

Cette décision a fait l'objet d'un recours par M. Lucien Deveaux qui est pendant devant la Cour d'appel de Paris.

Q Décision du 4 octobre 2005, M. Alain-Pierre Choquet (première section)²⁴

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de M. Alain-Pierre Choquet une interdiction de participer à la négociation d'instruments financiers d'une durée de cinq ans.

La Commission a relevé que M. Alain-Pierre Choquet, négociateur à la banque CPR, avait réalisé des opérations de gré à gré sur OAT avec MCM Corp. comme intermédiaire et le groupe d'assurance Azur GMF comme client final. Pour la Commission, les opérations avaient été effectuées uniquement par l'intermédiaire de MCM Corp., sans prise de risque par cette société qui se débouclait immédiatement auprès d'une contrepartie, n'étant laissée à CPR, à la parfaite connaissance de M. Alain-Pierre Choquet, qu'une marge de 2 à 5 centimes, alors que les écarts de cours au profit de MCM Corp s'élevaient en moyenne à 23 centimes. Elle a considéré que toutes les opérations avaient été systématiquement défavorables pour le client, laissant ainsi à MCM Corp. un profit de 1 708 450 euros pour les seules opérations réalisées entre le 19 juillet et le 27 septembre 2001.

La Commission a, par ailleurs, constaté que les cinq opérations de vente d'obligations de l'État américain, réalisées les 2 août, 6, 7 et 17 septembre 2001, avaient également toutes été effectuées, par l'intermédiaire de MCM Corp., en dessous des prix les plus bas du jour affichés sur les écrans Bloomberg, au détriment de CPR et au bénéfice exclusif de MCM Corp.

M. Alain-Pierre Choquet a formé un recours contre cette décision qui est pendant devant le Conseil d'État.

R Décision du 27 octobre 2005, MM. X et Y et société Z (deuxième section)²⁵

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Z, de M. X, directeur général délégué de la société Z, et de M. Y, Président-directeur général de la société.

La Commission a considéré que la société Z avait réalisé des opérations non autorisées par son agrément en utilisant de façon inappropriée du compte erreurs de la société, en violation des dispositions des articles L. 532-1 et L. 533-4, 6° et 7°, du code monétaire et financier et de l'article 3-1-1 du règlement général du CMF et que ce grief était caractérisé tant à l'égard de la société que de ses dirigeants, M. Y et M. X. Elle a, en outre, estimé que M. Y et M. X avaient manqué au devoir de vigilance qui s'imposait à eux en

²⁴ Revue mensuelle AMF, n° 19 de novembre 2005, pages 79 à 85.

²⁵ Revue mensuelle AMF, n° 20 de décembre 2005, pages 103 à 109. La Commission des sanctions a décidé de publier cette décision de manière anonyme afin de préserver l'insertion professionnelle des personnes mises en cause.

application des dispositions de l'article 3-1-1, alinéa 2, du règlement général du CMF.

Elle a également considéré que les moyens alloués au déontologue responsable du contrôle des services d'investissement n'étaient pas suffisants, en méconnaissance des articles 2-4-17 et 3-1-5 du règlement général du CMF.

La Commission des sanctions a, en revanche, écarté le grief tiré de l'absence d'indépendance du déontologue par rapport au département comptable et financier, au motif que sa rémunération avait été fixée par le président-directeur général seul, le grief tiré du non respect du secret professionnel, considérant qu'il n'était pas établi, et le grief tiré de l'absence de signature du code de déontologie par M. Y, cette dernière irrégularité, non contestée, ne constituant qu'un élément supplémentaire à retenir dans le cadre général de défaut de vigilance et de surveillance.

S À l'égard de la société Sanpaolo Asset Management et de la Banque Sanpaolo, devenue Banque Palatine

1 Décision du 3 novembre 2005, société Sanpaolo Asset Management (première section)²⁶

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 20 000 euros à l'encontre de la société Sanpaolo Asset Management (SAM).

La Commission a reproché à la société de gestion de portefeuilles SAM d'avoir exécuté quotidiennement des ordres de souscription-rachat sur un OPCVM à des valeurs liquidatives différentes de celles indiquées dans la notice d'information, c'est-à-dire à la valeur liquidative de la veille, connue, et non celle du jour, inconnue, pratique favorisant un arbitrage de valeur liquidative et ne permettant pas à la société SAM de respecter le principe d'égalité de traitement entre les portefeuilles gérés ou porteurs de parts. Elle a estimé que, s'agissant d'un fonds commun de placement, la société de gestion et le dépositaire sont tous deux responsables de la gestion du passif et que la société de gestion ne peut s'exonérer de sa responsabilité au motif qu'elle ne disposait d'aucun moyen pour modifier la procédure mise en place par le dépositaire, alors qu'il s'agit de respecter les conditions de souscription-rachat prévues par la notice du fonds.

Elle a, de même, considéré que la société SAM avait exécuté des ordres de souscription sur trois OPCVM à la valeur liquidative de la veille de leur transmission, opérations destinées à franchir à la hausse le seuil réglementaire de l'actif minimum, alors que l'application des notices d'information aurait

²⁶ Revue mensuelle AMF, n° 22 de février 2006, pages 73 à 80.

dû conduire à les exécuter à cours inconnu sur la base des prochaines valeurs liquidatives.

La Commission a, ensuite, estimé que la société n'avait pas respecté les règles relatives au franchissement à la baisse du seuil minimum de l'actif net pendant une durée supérieure à 30 jours.

Elle a, enfin, relevé l'existence d'un déficit de moyens et procédures permettant le contrôle des activités de SAM. Sur ce point, elle a surtout rappelé les termes de l'article 11 du règlement COB n° 96-03 et souligné que la société de gestion, qui est responsable d'un tel déficit de contrôle, doit adapter ses moyens techniques à l'obligation d'assurer un tel contrôle et vérifier que le dépositaire dispose des moyens techniques et humains permettant un contrôle effectif et efficace de l'exécution des ordres de souscription-rachat conformes aux notices d'information des fonds qu'elle gère.

Par ailleurs, alors qu'il était fait grief à la société SAM, à l'occasion de la gestion d'un portefeuille, d'avoir rompu l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés ou porteurs de parts en ayant procédé à plusieurs opérations de souscription-rachat de parts d'une SICAV à des valeurs liquidatives différentes selon qu'il s'agissait de souscription ou de rachat, et ce au détriment des autres souscripteurs de parts, la Commission n'a pas retenu ce grief. Pour la Commission, à l'époque des faits, en février et mars 2004, l'exécution des ordres de souscription-rachat à des valeurs liquidatives différentes et la prise en compte d'une valeur liquidative connue n'étaient pas interdites. Elle a, en outre, indiqué que la société SAM avait respecté les conditions de souscription-rachat fixées par la notice d'information de la SICAV et que le contrôle n'avait pas permis de mettre en cause davantage la société SAM.

2 Décision du 3 novembre 2005, Banque Sanpaolo, devenue Banque Palatine (première section)²⁷

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 50 000 euros à l'encontre de la Banque Sanpaolo (BSP).

La Commission a considéré que la BSP, dépositaire de la société de gestion San Paolo Asset Management, avait manqué à ses obligations de contrôle relatives aux ordres de souscription-rachat de parts d'OPCVM. Ont été spécialement reprochées à la BSP la mise en place d'une chaîne de centralisation des ordres de souscription-rachat permettant la passation d'ordres après l'heure limite, l'absence de contrôles pour vérifier le respect de l'heure limite pour l'enregistrement des ordres de souscription-rachat et l'exécution d'ordres à une valeur liquidative différente de celle mentionnée dans la notice d'information.

La Commission a, également, retenu une déficience dans le contrôle par le dépositaire, révélée par la détection tardive du franchissement de seuil à la

²⁷ Revue mensuelle AMF, n° 22 de février 2006, pages 81 à 88.

baisse de l'actif net minimum de trois fonds communs de placement et la souscription de parts par la BSP, pour son propre compte, pour y remédier, solution non prévue par la réglementation.

La Commission a, enfin, estimé établies des défaillances de la part de la BSP dans le contrôle des transactions de souscription-rachat en ne prenant, toutefois, en compte que le seul manquement relatif aux ordres de souscription-rachat sur un fonds commun de placement intervenus dans le cadre du contrat de gestion optimale de trésorerie. Elle a écarté le manquement relatif aux opérations litigieuses exécutées dans le cadre du mandat de gestion souscrit par la caisse de retraite Cavamac, au motif que ce grief n'était pas constitué pour la société de gestion.

Elle a précisé que, s'agissant d'un fonds commun de placement, le dépositaire est, comme la société de gestion, responsable de la gestion du passif.

T **Décision du 3 novembre 2005,** **société Akzenta AG (première section)²⁸**

La Commission des sanctions a prononcé une sanction de 200 000 euros à l'encontre de la société Akzenta AG.

La Commission a relevé que la société Akzenta AG avait fait paraître à cinq reprises entre le 17 septembre et le 15 octobre 2004 une annonce dans le journal La Tribune dans laquelle on pouvait lire : « À partir d'un investissement de 200 000 €, obtenir un rendement d'au moins 500 % crédité mensuellement ? C'est possible avec la participation au chiffre d'affaires de la société Akzenta SA. Contactez Damien KOCHER au 06 09 90 71 31 ».

La Commission a estimé que cette annonce entrait dans les prévisions des articles L. 550-1 et L. 550-3 du code monétaire et financier (dont la version actuelle est identique à celle en vigueur au moment des faits) qui prévoient notamment que toute personne, qui par voie de publicité ou de démarchage, propose à des tiers d'acquies des droits sur des biens mobiliers doit, au préalable, établir un document destiné à donner toute information utile au public sur l'opération proposée, et le soumettre au contrôle de l'AMF qui détermine si l'opération présente le minimum de garanties exigé d'un placement destiné au public.

Elle a constaté que le document prévu par les dispositions précitées n'avait pas été établi préalablement à la publicité et qu'aucun projet de document n'avait été déposé auprès de l'AMF à cet effet.

Elle a relevé au surplus le caractère imprécis de l'annonce qui ne donnait pas l'information utile sur l'opération proposée, sa durée, son initiateur et son gestionnaire.

²⁸ Revue mensuelle AMF, n° 22 de février 2006, pages 99 à 104.

U **Décision du 10 novembre 2005, Gemplus International S.A., M. Marc Lassus, Pricewaterhousecoopers Audit (France), M. Philippe Villemin, M. Ron Mackintosh (séance plénière)²⁹**

La Commission des sanctions a prononcé :

- une sanction pécuniaire de 600 000 euros à l'encontre de la société Gemplus International S.A. ;
- une sanction pécuniaire de 400 000 euros à l'encontre de M. Marc Lassus, ancien président de Gemplus ;
- une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de Pricewaterhousecoopers Audit (France) ;
- une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Philippe Villemin.

Elle a décidé de mettre hors de cause M. Ron Mackintosh, ancien directeur général de Gemplus.

La Commission a constaté, concernant les prêts accordés par la société à MM. Antonio Perez, ancien directeur général de Gemplus, et Marc Lassus pour financer des options de souscription d'actions Gemplus, que le document de référence 2000 mentionnait que ces prêts étaient garantis par une « sûreté sur les actions », alors qu'il n'en existait pas. Elle a ainsi considéré que le grief était constitué à l'encontre de Gemplus et de M. Marc Lassus. La Commission a également retenu à l'encontre de Gemplus le grief relatif au « cautionnement des actions » de M. Marc Lassus mentionné dans le document de référence 2001 alors que le prêt à M. Marc Lassus n'était toujours pas assorti de garantie.

À l'encontre de Pricewaterhousecoopers Audit et de M. Philippe Villemin, la Commission a rappelé que, dans leur rapport d'audit, ceux-ci avaient déclaré appliquer les normes internationales, ce qui impliquait le respect de la norme ISA 720 qui requiert d'un auditeur qu'il identifie les incohérences significatives entre les comptes et les documents dans lesquels ils sont intégrés, et, en cas d'incohérence, qu'il demande à la société de corriger les informations erronées puis, si celle-ci refuse, qu'il fasse figurer dans son rapport d'observation la description de l'incohérence significative. La Commission ayant constaté que M. Philippe Villemin savait que l'intégralité des prêts n'était pas garantie, a considéré que les auditeurs auraient dû relever cette incohérence dans leur rapport d'audit inclus dans le document de référence 2000. Elle a également estimé qu'ils auraient dû relever l'incohérence entre la mention d'un « cautionnement sur les actions » dans le document de référence 2001 et l'absence de référence à la prise d'une quelconque garantie dans les notes

annexes aux comptes. Elle a donc retenu ces deux griefs à l'encontre des auditeurs.

La Commission a, par ailleurs, constaté que la société n'avait pas fait mention dans ses documents de référence de ses liens avec la société Differentis, contrairement à ce qu'exige la norme IAS 24 sur les informations concernant les parties liées, et a en conséquence retenu ce grief à l'encontre de Gemplus et des auditeurs, Pricewaterhousecoopers Audit et M. Philippe Villemin, auxquels il appartenait de vérifier sous quel contrôle était placé la société Differentis en vertu de la norme d'audit international ISA 550, applicable en l'espèce.

Enfin, la Commission des sanctions n'a pas retenu les autres griefs relatifs à l'article du 6 septembre 2001 publié dans La Tribune, à la communication sur l'impact de l'effet de change sur les résultats en 2001, au caractère tardif de la communication des prévisions en 2002, au caractère flou de la communication sur la notion de rentabilité en 2001 et 2002, au communiqué du 26 décembre 2001, au défaut de provisionnement du risque de non-remboursement des prêts consentis à M. Marc Lassus dans les comptes 2001, au défaut d'information dans les documents de référence sur les comptes 2000 et 2001 sur les parties liées à propos de la société ODS.

Cette décision fait l'objet de recours devant la Cour d'appel de Paris.

V **Décision du 24 novembre 2005,** **sociétés Allianz AG et Euroclear France,** **dépositaire central (deuxième section)³⁰**

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de la société Allianz AG et un avertissement à l'encontre de la société Euroclear France, dépositaire central.

La Commission a estimé que lors de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après désigné DPS) d'un montant de 300 millions d'euros à laquelle la société Allianz AG avait procédé, du 15 au 29 avril 2003, les actionnaires français n'avaient pas été clairement informés des conséquences de l'absence d'ouverture de l'offre en France, c'est-à-dire du fait :

- qu'ils seraient totalement privés de l'exercice des DPS attachés à leurs actions, qu'il s'agisse de souscrire à l'augmentation de capital ou de céder ces droits sur le marché ;
- que cette « spoliation » se traduirait par un transfert automatique et collectif de leurs DPS en Allemagne ;
- que la vente de ces DPS serait faite simultanément, à un prix dont ils ignoraient les modalités de fixation, et à une date inconnue.

³⁰ Revue mensuelle AMF, n° 24 d'avril 2006, pages 65 à 74.

La Commission a indiqué que ce déficit d'information avait empêché ces actionnaires français d'entreprendre une quelconque action pour tenter de faire valoir leurs droits, ce qui avait nui à leurs intérêts. Dans ces conditions, si elle a écarté tout manquement s'agissant du communiqué de la société Allianz AG paru postérieurement à la clôture de l'opération, la Commission a estimé, s'agissant de l'information donnée le 15 avril 2003, que cette société avait bien manqué aux dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

La Commission a ensuite rappelé les dispositions de l'article 39 du règlement COB n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, qui font obligation aux émetteurs ayant leur siège social hors du territoire français de prendre les dispositions nécessaires pour permettre aux actionnaires d'exercer leurs droits et de diffuser en France des informations équivalentes à celles données sur les autres marchés où les titres sont négociés.

Elle a considéré que ces dispositions imposent un traitement égal en matière d'information mais que la violation par un émetteur étranger du principe de l'équivalence des droits reconnus à tous les associés n'entre pas dans les prévisions de ce texte. Or elle a estimé qu'il y avait eu, en l'espèce, rupture d'égalité, non dans l'information donnée, qui avait été la même pour tous, mais dans le traitement réservé aux investisseurs français, privés des prérogatives reconnues aux autres actionnaires. Aussi bien a-t-elle écarté tout manquement aux dispositions de l'article 39 du règlement COB n° 98-01 précité.

Si la Commission a ensuite déploré que le dépositaire central Euroclear France ait, sur les instructions de la société Allianz AG, cru pouvoir débiter de leurs DPS le compte de ses adhérents sans leur accord et sans qu'une quelconque convention ne permette de telles pratiques, elle a estimé que la rupture d'égalité créée par la société Allianz AG entre ses associés ne caractérisait, en tant que telle, aucun des manquements poursuivis et qu'en conséquence, le grief notifié au dépositaire central Euroclear France ne pouvait être retenu ; il ne pouvait lui être reproché de ne pas avoir permis l'exercice des droits que la société Allianz AG n'avait pas reconnus à ses actionnaires français.

En revanche, elle a retenu le manquement de défaut d'élaboration d'une convention d'adhésion liant le dépositaire central à ses adhérents.

W Décision du 1^{er} décembre 2005, M. Pascal Albert-Petit (première section)³¹

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 1 euro à l'encontre de M. Pascal Albert-Petit, président-directeur général de la société Aurea, cotée sur le Premier marché d'Euronext Paris.

La Commission a rappelé qu'en août 2002, la société Financière 97 avait acquis, hors marché, auprès des actionnaires principaux de la société *holding* Aurea, un bloc de titres représentant 41,82 % du capital de la société pour un montant de 1 euro symbolique, alors que le titre cotait 6,90 euros. Cette cession a été suivie, le 10 novembre 2002, par la mise en redressement judiciaire des filiales de la société puis, en juillet 2003, par une OPA de la société Financière 97 sur les titres de la société AUREA au prix de 0,60 euro par action.

La Commission a relevé que la société Aurea avait publié un communiqué, le 25 mai 2001, faisant état d'une perte importante pour l'exercice 2000 et d'un projet de cession de sa principale filiale, puis un communiqué, le 21 décembre 2001, évoquant la poursuite du redressement financier à la fin de l'exercice 2001, à la suite de quoi elle n'avait plus donné d'information au marché.

La Commission a estimé que si le marché avait été correctement informé au mois de mai 2001 de l'éventuelle cession par les actionnaires principaux de leurs titres de la société Aurea, le silence persistant de la société et de son président-directeur général sur l'éloignement puis l'abandon d'une telle perspective avait laissé subsister à l'endroit du public une information devenue inexacte et trompeuse, sans qu'il soit établi qu'un tel silence ait été motivé par le souci de ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de la société Aurea. Elle a précisé qu'en tout état de cause, ce souci n'aurait pu justifier l'absence de divulgation d'information que pendant une période limitée.

La Commission a ajouté que, s'agissant des comptes de la société Aurea, la publication tardive (au Bulletin des annonces légales obligatoires du 21 décembre 2001, soit deux mois après leur établissement) des comptes du premier semestre 2001 et des commentaires qui les accompagnaient, associée au silence ultérieur de la société Aurea pendant plus de huit mois alors qu'il était avéré, à la fin du premier semestre 2002, que les difficultés du groupe s'étaient accrues et que les conditions d'un hypothétique changement de contrôle de la société seraient nécessairement fort différentes de celles décrites dans le communiqué du 25 mai 2001, devait donner lieu à sanction.

Pour fixer la sanction à un montant symbolique, la Commission a pris, notamment, en considération le fait que M. Pascal Albert-Petit n'avait pas

³¹ Revue mensuelle AMF, n° 22 de février 2006, pages 89 à 98.

personnellement profité de la hausse du titre consécutive au communiqué du 25 mai 2001 et de son maintien ultérieur à un niveau élevé puisqu'il n'avait pas cédé de titres de la société Aurea, ainsi que la circonstance que M. Pascal Albert-Petit se trouvait confronté à de graves difficultés financières qui le placent aujourd'hui en situation d'impécuniosité.

X **Décision du 8 décembre 2005, société Orco Property Group (deuxième section)³²**

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 10 000 euros à l'encontre de la société Orco Property Group.

Elle a considéré que la société Orco Property Group avait communiqué une information inexacte en publiant des comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2003 qui avaient irrégulièrement pris en considération les produits correspondant à deux opérations, ce qui avait permis à la société de dégager un résultat consolidé de 252 000 euros. Elle a estimé que ces produits ne pouvaient être rattachés à l'exercice clos le 31 décembre 2003, si bien que le résultat avait été surévalué de 3,5 millions d'euros.

Elle a, également, observé que l'information relative au refus du cabinet RSM Salustro Reydel de certifier les comptes consolidés était une information importante au sens de l'article 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public et qu'elle n'avait été transmise au marché que le 13 mai 2004, alors que les réviseurs avaient formalisé leur refus le 22 avril 2004. Elle a estimé que l'information ainsi retenue était susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours de l'instrument financier, puisqu'une fois le refus de certification porté à la connaissance du public, le cours du titre avait subi une baisse très significative. Aussi bien a-t-elle constaté que le manquement à l'article 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public était constitué.

Toutefois, la Commission n'a pas retenu le grief énoncé à l'encontre de la société Orco Property Group lui reprochant d'avoir communiqué de façon insuffisamment claire et précise sur le refus de certifier les comptes consolidés exprimé par l'un des réviseurs. Elle a considéré que l'information inexacte communiquée au marché n'était pas de nature à fausser son fonctionnement au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier applicable aux faits de l'espèce.

Elle n'a, semblablement, pas retenu le grief énoncé à l'encontre de la société Orco Property Group lui reprochant d'avoir indiqué dans le document de référence sur les comptes 2003 que : « le comité d'audit [...] examine de manière régulière la préparation des comptes de la société, les audits internes et les pratiques de communication de l'information ainsi que la qualité et la sincérité des rapports financiers de la société. Il contrôle l'indépendance

³² Revue mensuelle AMF, n° 24 d'avril 2006, pages 55 à 64.

des Commissaires aux comptes et le choix des normes référentielles. Il s'est réuni une fois au cours de l'exercice 2003 ». La Commission a considéré qu'il n'était pas établi que la communication incriminée était inexacte dans la mesure où les membres de ce comité avaient participé étroitement à la vie et au choix de la société.

Y **Décision du 8 décembre 2005, Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyance (deuxième section)³³**

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement et une sanction pécuniaire de 150 000 euros à l'encontre de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyance (CNCEP).

La Commission a rappelé que la CNCEP, prestataire de services d'investissement, exerce les fonctions de mandataire de teneurs de compte conservateurs, dont tous ceux du Groupe des Caisses d'Épargne, auprès d'Euroclear et autres dépositaires centraux et que, pour cette activité de tenue de compte conservation, elle a entendu utiliser la possibilité prévue par les dispositions de l'article 6-3-8 du règlement général du CMF de charger un tiers de mettre des moyens techniques à disposition. Elle a également indiqué que dans le cadre du transfert d'activités de la Caisse des dépôts et Consignations (CDC) vers la CNCEP, cette activité de tenue de compte conservation avait été exercée par Gestitres, dont l'activité consiste en la mise à disposition de moyens techniques pour le compte de ses deux seuls clients actionnaires, le Crédit Lyonnais et la CNCEP.

La Commission a estimé que lorsque l'AMF fait usage de la faculté qui lui est conférée par le 2° de l'article L. 621-9-2 du code monétaire et financier de recourir à des organismes extérieurs pour procéder à des contrôles, le rapport de contrôle est élaboré sous le contrôle des services de l'AMF, qui veillent à ce qu'il ne comporte que les conclusions et les indications sur les manquements tirées ou relevées par ces derniers. Elle a validé la procédure après avoir vérifié que tel avait été le cas. Elle a, en outre, écarté l'application de l'article 238 du nouveau code de procédure civile devant l'AMF dès lors que l'Autorité est dotée de règles procédurales spécifiques.

La Commission a écarté le manquement à l'article 2-1-3 du règlement général du CMF qui prévoit notamment les conditions de délégation de la fonction de réception/transmission d'ordres, et le défaut de contrôle par un RCSI.

En revanche, elle a considéré comme caractérisés :

- le défaut d'habilitation nécessaire pour exercer le service de tenue de compte conservation de deux établissements du Groupe des Caisses d'Épargne, pendant plusieurs années, étant précisé que ce manquement

³³ Revue mensuelle AMF, n° 22 de février 2006, pages 105 à 114.

- devait être apprécié dans le contexte général de la reprise de Gestitres par la CNCEP et de la remise en ordre qui s'en était suivie ;
- le manquement aux dispositions de l'article 32 de la décision CMF n° 2001-01 prise en application de l'article 6-2-5 du règlement général du CMF, qui prévoit que les « relations du teneur de compte-conservateur avec les prestataires assumant les fonctions de négociateurs (...) pour le compte d'un même investisseur s'établissent dans le cadre de conventions ou de contrats fixant les obligations de chacun, afin qu'il soit possible de régulariser dans les meilleures conditions les éventuels litiges en suite d'ajustement ou de dénouement des opérations de bourse ». La Commission a précisé qu'il y avait lieu de tenir compte, tout à la fois, du contexte général de la reprise de Gestitres par la CNCEP et du temps particulièrement long pris pour porter remède à la situation ;
 - le manquement aux dispositions de l'article 6-3-3 du règlement général du CMF, aux termes duquel « le teneur de compte-conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire. Il organise ses procédures internes de manière à garantir que tout mouvement affectant la conservation d'instruments financiers pour compte de tiers qu'il a en charge est justifié par une opération régulièrement enregistrée dans un compte de titulaire ». Pour la Commission, le manquement à ces dispositions était avéré et revêtait, en raison des particularités de l'espèce, une particulière gravité.

Z Décision du 15 décembre 2005, La Poste (première section)³⁴

La Commission des sanctions a décidé de mettre hors de cause La Poste.

Il était reproché à La Poste d'avoir méconnu, à l'occasion de la commercialisation de sa gamme d'OPCVM dénommés « Benefic », les dispositions de l'article 33 bis du règlement n° 89-02 de la COB relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, en vertu duquel la personne qui commercialise des parts ou actions d'OPCVM doit, d'une part, s'enquérir des objectifs, de l'expérience en matière d'investissement de la personne sollicitée et lui proposer des OPCVM adaptés à sa situation, et, d'autre part, lui communiquer les informations utiles afin de lui permettre de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement en toute connaissance de cause et la mettre en garde, le cas échéant, contre les risques encourus.

La Commission a considéré que la plupart des générations du produit litigieux ne pouvaient être prises en compte au titre de la procédure de sanction en raison des délais de prescription. Elle a seulement examiné les deux dernières

³⁴ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 59 à 64.

généralisations du produit litigieux, dont la commercialisation en novembre et décembre 2000 n'était pas couverte par la prescription.

Elle a ensuite fait principalement valoir que les instructions au personnel contenues dans les « notes chartées » et les notices d'information destinées au public relatives aux produits « Benefic » novembre 2000 et « Benefic » décembre 2000 respectaient les dispositions de l'article 33 bis du règlement n° 89-02 de la COB sur les OPCVM. Elle a également relevé que les bordereaux de souscriptions mentionnaient que la notice d'information, établie conformément à la réglementation, avait été remise comme il se doit à tous les souscripteurs.

B Les suites des décisions antérieures à 2005

A Arrêt du Conseil d'État du 4 février 2005, société GSD Gestion et M. Jacques Gautier³⁵

Le Conseil d'État a rejeté les requêtes présentées par la société GSD Gestion et par M. Jacques Gautier à titre personnel tendant à l'annulation de la décision de la Commission des sanctions du 16 mars 2004³⁶ ayant prononcé pour chacun un blâme et une sanction pécuniaire de 50 000 euros. Toutefois, le Conseil d'État a réduit le montant de la sanction prononcée à l'égard de M. Gautier à 25 000 euros au motif que certains des griefs retenus à son encontre ne pouvaient être imputés qu'à la société GSD Gestion.

B Arrêt du Conseil d'État du 23 mars 2005, Financière Hottinguer³⁷

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par la société Financière Hottinguer tendant à l'annulation de la décision du CDGF du 25 avril 2003³⁸ ayant prononcé un avertissement à son encontre.

³⁵ Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005, pages 77 à 81.

³⁶ Revue mensuelle AMF, n° 3 de mai 2004, pages 35 à 39, Rapport annuel AMF 2003, pages 171 et 172.

³⁷ Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005, pages 83 à 87.

³⁸ Rapport annuel AMF 2003, page 163.

C À l'égard de Mme Nisrine El Hage

1 Ordonnance de référé du Conseil d'État du 12 mai 2005³⁹

Le Conseil d'État a rejeté la requête en référé présentée par Mme Nisrine El Hage aux fins de suspendre l'exécution de la décision de la deuxième section de la Commission du 25 octobre 2004⁴⁰ ayant prononcé un avertissement à son encontre. Il a considéré que les conditions énoncées à l'article L. 521-1 du code de justice administrative n'étaient pas réunies en l'espèce.

2 Arrêt du Conseil d'État du 15 mars 2006⁴¹

Le Conseil d'État a annulé la décision de la Commission des sanctions du 25 octobre 2004⁴². Il a considéré qu'il n'était établi que Mme Nisrine El Hage, alors salariée de la société KBL France, placée sous l'étroite subordination hiérarchique de son supérieur et qui n'avait pas signé la fiche de bourse litigieuse, ait pris elle-même la décision de procéder à l'affectation *a posteriori*, au compte de l'un des clients de la société, des titres acquis par erreur.

D À l'égard de M. Laurent Zerbib

1 Ordonnance de référé du Conseil d'État du 12 mai 2005⁴³

Le Conseil d'État a suspendu la décision de la deuxième section de la Commission du 25 octobre 2004⁴⁴ en ce qu'elle avait prononcé à l'encontre de M. Laurent Zerbib une sanction pécuniaire de 50 000 euros et l'interdiction d'exercer pendant une durée de cinq ans l'une quelconque des activités à l'occasion desquelles il avait commis les manquements retenus. Il a en outre enjoint l'AMF d'insérer sur son site internet une mention indiquant que la décision de la Commission était suspendue en tant qu'elle concerne les sanctions infligées à M. Laurent Zerbib.

Le Conseil d'État a accueilli la demande en référé suspension au double motif que la condition d'urgence, subordonnant le prononcé d'une mesure conservatoire, était remplie et qu'existaient des moyens propres à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision attaquée.

³⁹ Revue mensuelle AMF, n° 16 de juillet – août 2005, pages 117 à 119.

⁴⁰ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30, Rapport annuel AMF 2004, pages 194 à 195.

⁴¹ Revue mensuelle AMF, n° 24 d'avril 2006, pages 79 à 80.

⁴² Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30, Rapport annuel AMF 2004, pages 194 à 195.

⁴³ Revue mensuelle AMF, n° 16 de juillet – août 2005, pages 111 à 115.

⁴⁴ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30, Rapport annuel AMF 2004, pages 194 à 195.

2 Arrêt du Conseil d'État du 15 mars 2006⁴⁵

Le Conseil d'État a ramené la sanction prise par la Commission des sanctions le 25 octobre 2004⁴⁶ à une interdiction d'exercer, pendant une durée de deux ans, l'une quelconque des activités à l'occasion desquelles M. Laurent Zerbib avait commis les manquements retenus, assortie d'une sanction pécuniaire d'un montant de 30 000 euros.

Sur les quatre opérations qui avaient été reprochées à M. Laurent Zerbib, le Conseil d'État en a écarté deux, l'une parce que le grief n'avait pas été notifié à la personne sanctionnée, l'autre parce qu'il n'était pas établi que M. Laurent Zerbib se serait montré déloyal envers un client. En revanche, pour les deux autres opérations, le Conseil d'État a estimé que M. Laurent Zerbib avait méconnu l'intérêt de son client.

E Arrêt du Conseil d'État du 15 mars 2006, M. Olivier Barre⁴⁷

Le Conseil d'État a réduit la sanction pécuniaire⁴⁸ à un montant de 30 000 euros.

Le Conseil d'État a considéré que le dirigeant d'un prestataire habilité peut être sanctionné en raison de manquements à ses obligations professionnelles. Toutefois, il a estimé que pour apprécier la responsabilité propre du président d'un prestataire constitué sous forme d'une société par actions simplifiée, il convenait de tenir compte de l'organisation de la société et, notamment, de ses statuts.

Le Conseil d'État a également précisé que les dispositions de l'article L. 622-17 du code monétaire et financier, selon lesquelles le montant d'une sanction peut être fixé en fonction des profits éventuellement réalisés, ne permettaient de prendre en compte que les profits qui avaient été personnellement appréhendés, à un titre ou à un autre, par la personne sanctionnée.

F Arrêt de la Cour de cassation du 14 juin 2005, Mme Séverine Chapellier et Mme Régina Rubens⁴⁹

La Cour de cassation a cassé l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 27 avril 2004⁵⁰.

⁴⁵ Revue mensuelle AMF, n° 24 d'avril 2006, pages 75 à 78.

⁴⁶ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30, Rapport annuel AMF 2004, pages 194 à 195.

⁴⁷ Revue mensuelle AMF, n° 24 d'avril 2006, pages 81 à 84.

⁴⁸ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30, Rapport annuel AMF 2004, pages 194 à 195.

⁴⁹ Revue mensuelle AMF, n° 16 de juillet – août 2005, pages 107 à 110.

⁵⁰ Revue mensuelle AMF, n° 4 de juin 2004, pages 97 à 101, Rapport annuel AMF 2004, page 199.

La Cour d'appel avait déclaré irrecevables les recours formés par Mme Régina Rubens à l'encontre de la décision de la COB du 4 mars 2003⁵¹ ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 250 000 euros et avait annulé la procédure ayant conduit au prononcé d'une sanction pécuniaire de 160 000 euros à l'encontre de Mme Séverine Chapellier, au double motif que cette dernière n'avait pas été en mesure d'exercer de manière effective et contradictoire les droits de sa défense et qu'elle avait été privée de son droit au bénéfice d'un procès équitable.

La Cour de cassation a tout d'abord considéré que le Président du Collège de l'AMF, ayant qualité pour agir au nom de celle-ci devant toute juridiction, pouvait à ce titre, dans l'exercice de la mission confiée à cette Autorité et sans qu'il soit porté atteinte à l'indépendance de la Commission des sanctions, former au nom de l'AMF un pourvoi en cassation contre l'arrêt ayant invalidé une décision rendue par cette Commission.

La Cour de cassation a ensuite procédé à une cassation multiple sur 4 moyens articulés par l'AMF et Mme Régina Rubens.

Les personnes sanctionnées ont saisi à nouveau la Cour d'appel de Paris en qualité de juridiction de renvoi.

Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 28 juin 2005, MM. Dominique Donval et Denis Emonard⁵²

La Cour d'appel de Paris a annulé la décision rendue le 18 novembre 2004⁵³ par la Commission des sanctions ayant prononcé une sanction pécuniaire de 20 000 euros à l'encontre de M. Dominique Donval et a rejeté le recours de M. Denis Emonard à l'encontre de cette décision ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 10 000 euros.

Pour la Cour d'appel, aucune sanction pécuniaire ne pouvait être, à titre personnel, prononcée à l'encontre de M. Dominique Donval au motif que le sujet de droit de la réglementation boursière, susceptible d'être concerné, ne pouvait être que le titulaire du mandat, soit en l'espèce une société de commissaire aux comptes.

L'AMF s'est pourvue en cassation à l'encontre de cet arrêt annulant la sanction de M. Dominique Donval. M. Denis Emonard a également formé un pourvoi en cassation.

⁵¹ Rapport annuel AMF 2003, page 154.

⁵² Revue mensuelle AMF, n° 18 d'octobre 2005, pages 67 à 75.

⁵³ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 31 à 41, Rapport annuel AMF 2004, pages 196 et 197.

I Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 28 juin 2005, M. Jean-Marie Messier, S.A. Vivendi Universal⁵⁴

La Cour d'appel de Paris a partiellement réformé la décision rendue le 3 novembre 2004⁵⁵ par la Commission des sanctions ayant prononcé à l'encontre de M. Jean-Marie Messier, président-directeur général de la société Vivendi Universal (VU) et de la société VU, une sanction pécuniaire d'un montant, pour chacun, d'un million d'euros.

La Cour d'appel a écarté les griefs retenus par la Commission à l'encontre de la société VU concernant les informations relatives au mode de consolidation de la société Telco, aux conditions d'accès à la trésorerie de Cegetel, ainsi qu'au *cash flow* de la société données lors de la conférence de presse du 5 mars 2002 et lors de l'assemblée générale du 24 avril 2002.

La Cour d'appel a ramené la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de la société VU à 300 000 euros et à 500 000 euros s'agissant de M. Jean-Marie Messier.

M. Jean-Marie Messier et l'AMF ont formé un pourvoi à l'encontre de cet arrêt.

I Arrêt du Conseil d'État du 10 août 2005, M. Dominique Mace⁵⁶

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par M. Dominique Mace tendant à l'annulation de la décision rendue le 20 janvier 2003⁵⁷ par le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF) ayant prononcé un blâme à son encontre.

Cette décision du Conseil de discipline de la gestion financière avait fait l'objet d'une deuxième délibération dans les conditions de l'article L. 623-3 du code monétaire et financier alors en vigueur. Le CDGF avait alors, le 4 juillet 2003, confirmé le blâme initialement prononcé⁵⁸.

Le Conseil d'État a estimé qu'il résultait de l'instruction que le CDGF n'avait pas commis d'erreur de fait en relevant l'existence de certaines pratiques d'affectation *a posteriori* des ordres de bourse et en estimant que ces pratiques étaient imputables à un certain nombre de facteurs tels que l'usage consistant à ne communiquer les affectations aux intermédiaires qu'à l'issue de la séance boursière et l'absence d'un manuel interne relatif aux procédures de passation, d'enregistrement et d'affectation des ordres, d'un horodatage systématique et d'une séparation entre gérants et donneurs d'ordre.

⁵⁴ Revue mensuelle AMF, n° 18 d'octobre 2005, pages 77 à 89.

⁵⁵ Revue mensuelle AMF, n° 9 de décembre 2004, pages 61 à 83, Rapport annuel AMF 2004, page 196.

⁵⁶ Revue mensuelle AMF, n° 17 de septembre 2005, pages 89 à 91.

⁵⁷ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 111 à 112.

⁵⁸ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 105 à 110.

Il en a conclu que M. Dominique Mace n'avait pas suffisamment veillé à ce que la société agisse à tout moment au mieux de l'intérêt des clients, au respect de l'intégrité, de la transparence et de la sécurité du marché et à l'égalité de traitement des portefeuilles gérés et qu'était inopérant le moyen tiré de ce que l'intéressé aurait mis en place un contrôle interne.

Pour le Conseil d'État, M. Dominique Mace a été régulièrement sanctionné pour n'avoir pas pris les mesures permettant de prévenir raisonnablement les affectations *a posteriori* ; sa responsabilité en tant que dirigeant de la société pouvait être légalement engagée de ce chef.

J Arrêt du Conseil d'État du 10 août 2005, M. Éric Maina⁵⁹

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par M. Éric Maina tendant à l'annulation de la décision rendue le 4 juillet 2003⁶⁰ par le CDGF ayant prononcé à son encontre une interdiction d'exercer pendant dix ans des activités dans le domaine des organismes de placement collectif et de la gestion pour compte de tiers.

Cette décision du Conseil de discipline de la gestion financière, prise sur deuxième délibération dans les conditions de l'article L. 623-3 du code monétaire et financier alors en vigueur, faisait suite à la décision du 20 janvier 2003 ayant prononcé à l'encontre de M. Éric Maina la sanction de l'interdiction d'exercer des activités dans le domaine des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de la gestion pour le compte de tiers pour une durée d'un an.

Le Conseil d'État a notamment considéré qu'était établie la matérialité des manquements commis par M. Éric Maina et que la gravité de ces pratiques justifiait la sanction prononcée « alors même qu'elles n'auraient pas entraîné de pertes financières pour la société qui l'employait et ses clients », consacrant ainsi, en matière disciplinaire, une conception objective des manquements commis, qui sont considérés en eux-mêmes et pour eux-mêmes, indépendamment de toute prise en compte des effets qu'ils auraient ou non pu entraîner.

K Arrêt de la Cour d'appel de Paris, 13 septembre 2005, José Maria Macia⁶¹

La Cour d'appel de Paris a partiellement réformé la décision prononcée par la Commission des sanctions le 6 décembre 2004 à l'encontre de M. José Maria Macia⁶² au titre de ses anciennes responsabilités au sein de

⁵⁹ Revue mensuelle AMF, n° 17 de septembre 2005, pages 93 à 94.

⁶⁰ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 105 à 110.

⁶¹ Revue mensuelle AMF, n° 18 d'octobre 2005, pages 49 à 55.

⁶² Revue mensuelle AMF, n° 12 de mars 2005, pages 73 à 81, Rapport annuel AMF 2004, pages 198 à 199.

la société Telecom City. La Cour d'appel a confirmé l'appréciation faite par la Commission s'agissant du manquement aux articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, mais, s'agissant du manquement à l'article 2 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, la Cour a exclu des cessions considérées par la Commission comme ayant été réalisées en possession d'une information privilégiée celles effectuées avant le 21 octobre 2001, date à laquelle M. José Maria Macia avait eu connaissance de la situation difficile de la société Telecom City.

Tenant compte de la réduction du nombre d'opérations constitutives de manquements d'initiés et des efforts accomplis par M. José Maria Macia pour remédier aux anomalies affectant le fonctionnement de la société Telecom City, la cour a ramené la sanction pécuniaire prononcée à son encontre de 100 000 euros à 60 000 euros.

M. José Maria Macia a formé un pourvoi en cassation contre cet arrêt.

L Arrêts du Conseil d'État du 2 novembre 2005, société Banque Privée Fideuram Wargny et MM. Olivier Wargny et Gérard Witvoët⁶³

Par trois arrêts, le Conseil d'État a rejeté les requêtes présentées par la société Banque Privée Fideuram Wargny et M. Olivier Wargny et M. Gérard Witvoët, tendant à l'annulation de la décision de la Commission des sanctions rendue le 6 mai 2004⁶⁴ ayant prononcé un avertissement à l'encontre de la société Banque Privée Fideuram Wargny, un blâme et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Olivier Wargny, président du conseil d'administration de la société au moment des faits et un blâme et une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de M. Gérard Witvoët, directeur général.

M Arrêt de la Cour de cassation du 2 novembre 2005, M. Marc Andrieux

La Cour de cassation a rendu une décision de non admission des pourvois formés par M. Marc Andrieux à l'encontre de l'arrêt rendu le 25 janvier 2005 par la Cour d'appel de Paris⁶⁵ et a prononcé à son encontre une amende civile de 1 500 euros au profit du Trésor public.

La Cour d'appel avait rejeté le recours de M. Marc Andrieux à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions du 8 juillet 2004⁶⁶ ayant prononcé une sanction pécuniaire de 500 000 euros.

⁶³ Revue mensuelle AMF, n° 19 de novembre 2005, pages 125 à 133.

⁶⁴ Revue mensuelle AMF, n° 5 de juillet – août 2004, pages 55 à 63, Rapport annuel AMF 2004, pages 187 à 188.

⁶⁵ Revue mensuelle AMF, n° 11 de février 2005, pages 131 à 137, Rapport annuel AMF 2004, pages 190 à 191.

⁶⁶ Revue mensuelle AMF, n° 6 de septembre 2004, pages 101 à 106, Rapport annuel AMF 2004, pages 190 à 191.

N Arrêt du Conseil d'État du 28 décembre 2005, société Financière Rembrandt⁶⁷

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par la société Financière Rembrandt tendant à l'annulation de la décision de la Commission des opérations de bourse (COB) du 12 février 2002⁶⁸ ayant prononcé à son encontre l'interdiction, à titre définitif, d'exercer tous les services que cette société était autorisée à fournir sur le fondement de l'agrément attribué par la COB le 31 octobre 1997 et étendu le 28 novembre 1997 aux interventions sur les marchés dérivés.

O Arrêt du Conseil d'État du 28 décembre 2005, M. Jean Fournier⁶⁹

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par M. Jean Fournier tendant à l'annulation de la décision de la Commission des opérations de bourse du 12 février 2002⁷⁰ ayant prononcé à son encontre l'interdiction, à titre définitif, d'exercer l'activité de gestion pour le compte de tiers.

P Arrêt du Conseil d'État du 28 décembre 2005, M. Cyrille Vernes⁷¹

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par M. Cyrille Vernes tendant à l'annulation de la décision de la Commission des opérations de bourse du 12 février 2002⁷² ayant prononcé à son encontre l'interdiction, à titre définitif, d'exercer l'activité de gestion pour le compte de tiers.

⁶⁷ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 85 à 86.

⁶⁸ Bulletin mensuel COB, n° 366 de mars 2002, pages 47 à 60.

⁶⁹ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 89 à 92.

⁷⁰ Bulletin mensuel COB, n° 366 de mars 2002, pages 61 à 73.

⁷¹ Revue mensuelle AMF, n° 23 de mars 2006, pages 87 à 88.

⁷² Bulletin mensuel COB, n° 375 de janvier 2003, pages 59 à 72.

CHAPITRE 7

L'Autorité des marchés financiers et le public

• • • • • ● 277

1 Le rapport
du médiateur

● 289

2 Les consultations
et la concertation
avec la place

● 310

3 Les actions
pédagogiques
et l'information
du public

L'Autorité des marchés financiers prolonge son activité de réglementation, d'autorisation, de contrôle et de discipline par des actions de pédagogie et de médiation au bénéfice des épargnants.

Par ailleurs, dans un souci de dialogue permanent avec la place, l'AMF a mis en place en 2004, cinq commissions consultatives composées de professionnels de la place, d'émetteurs et d'investisseurs. Concomitamment à ces commissions, l'Autorité, dans le sillage de la COB et du CMF, bénéficie de l'expertise de groupes de travail spécialisés. Elle s'est enfin dotée d'un conseil scientifique.

1 Le rapport du médiateur

A Présentation du service de la médiation

1 Présentation et finalité

Le fondement légal de sa mission figure à l'article L. 621-19 du code monétaire et financier selon lequel « l'Autorité des marchés financiers est habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, en tant que de besoin, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation ».

Cette action s'inscrit naturellement dans le contexte européen né de la recommandation de la Commission européenne du 30 mars 1998 relative aux principes applicables aux organes responsables pour la résolution extrajudiciaire des litiges de consommation N° 98/257 CE. Ces principes sont l'indépendance, la transparence, le respect du contradictoire, l'efficacité (libre accès à la procédure, gratuité, brièveté des délais de traitement) légalité et liberté (la procédure doit être acceptée par les deux parties).

Un réseau européen de règlement extrajudiciaire des litiges de consommation a été créé par une résolution du Conseil européen, le 25 mai 2000, prévoyant la notification auprès de la Commission des instances nationales de médiation – conciliation qui répondent aux principes énoncés par les recommandations de 1998 et 2001 pour devenir membre à part entière du réseau unique des Centres européens des consommateurs (CEC). Parallèlement au réseau des Centres européens des consommateurs, la Commission a créé en février 2001 dans le cadre du plan d'action pour les services financiers, le réseau FIN-NET auquel le médiateur de l'AMF est inscrit.

Sur cette base, le service contribue à la vigilance de l'AMF sur les marchés et à la qualité de la protection de l'épargne publique. Il s'efforce de garantir une analyse pertinente des réclamations et des demandes de médiation ainsi que la qualité et la rapidité des réponses apportées. Il instruit les réclamations des investisseurs non professionnels envers les prestataires de services d'investissement ou émetteurs en prenant en compte les intérêts des uns et des autres selon une analyse objective et contradictoire des éléments de fait et de droit. Il participe, enfin, à l'action pédagogique de l'AMF, à son image et à sa politique de communication auprès du public. C'est ainsi qu'il est présent aux salons et forums d'épargnants.

Compte tenu de son positionnement entre épargnants individuels et professionnels, le médiateur est souvent sollicité par la presse pour des interviews destinées à faire connaître son activité de manière générale ou à obtenir des précisions sur des aspects de son intervention.

2 Moyens et procédures

Le service de la médiation comprend actuellement autour du médiateur, une équipe de trois juristes et de deux assistantes.

Il remplit deux types de missions distinctes : une mission de consultation et une mission de médiation, même si la réponse aux questions techniques posées se fait souvent dans le cadre d'un différend.

- Par les consultations, le service répond, essentiellement, aux épargnants individuels, sur les questions techniques inhérentes à l'ensemble des domaines d'intervention de l'AMF ;
- Les demandes de médiation lui sont présentées en cas de différend entre un client et un prestataire de services d'investissement ou un émetteur lorsqu'une solution amiable du litige est recherchée.

En outre, une permanence téléphonique est mise à la disposition du public deux fois par semaine, les mardi et jeudi après-midi, et permet de répondre aux demandes les plus urgentes, d'informer les interlocuteurs sur la manière de saisir le médiateur ou sur l'évolution de leur dossier.

En effet, une gestion informatique est assurée à l'aide d'une base de données qui reçoit l'enregistrement de chaque dossier ainsi que la trace de tout événement le concernant afin de pouvoir suivre en temps réel l'activité du service et d'activer un système de relance automatique.

Les saisines, qui émanent de la France entière et plus rarement de l'étranger, se font par courrier, messagerie électronique ou télécopie.

Certaines questions portent sur une matière qui ne relève pas de l'Autorité. Elles lui sont adressées parce qu'elles traitent de difficultés rencontrées à l'occasion d'un investissement boursier.

Il en est ainsi des interrogations portant sur des contrats d'assurance-vie, même lorsqu'ils sont libellés en unités de compte. Ces contrats sont en effet régis par les dispositions du code des assurances, dont il n'appartient pas à

l'Autorité de vérifier l'application ni de sanctionner la violation. La parenté de préoccupations entre régulateurs spécialisés, par exemple en matière d'information des souscripteurs sur les OPCVM sous-jacents ou de transparence sur les frais, est sans effet sur la répartition de leurs compétences. Il en va de même lorsque les questions ressortent du domaine purement bancaire, comme tout ce qui relève du fonctionnement d'un compte de dépôt ou du secteur fiscal. Le service indique dans chaque cas à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.

B Le flux des dossiers de consultation et de médiation

1 926 demandes ont été reçues en 2005, dont 1 391 dossiers de consultations et 535 demandes de médiations.

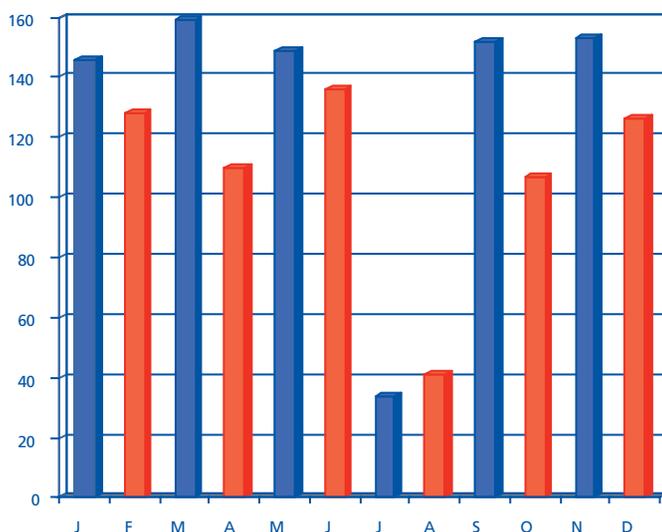
Le flux annuel est en hausse. En 2004, 1 861 dossiers avaient été reçus dont 1 426 consultations et 485 demandes de médiation.

La répartition des dossiers entre les deux catégories ou missions s'est maintenue à l'identique de celle de l'année 2004 : 74 % de consultations et 26 % de médiations.

1 441 correspondants ont, en outre, été accueillis lors des permanences téléphoniques assurées par le service, soit une légère baisse par rapport à l'année 2004, écart qui peut s'expliquer par la tenue d'une seule permanence hebdomadaire au lieu de deux pendant les mois de juillet et d'août 2005.

Graphique 1

Demandes traitées par téléphone du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005



C Les thèmes traités

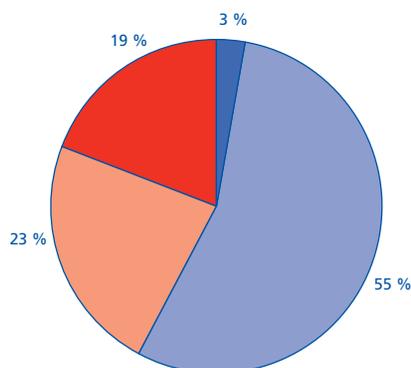
Les dossiers reçus sont répartis entre les onze thèmes généraux suivants :

- produits collectifs ;
- gestion sous mandat ;
- transmission/exécution des ordres ;
- tenue de compte-conservation ;
- émetteurs ;
- fonctionnement général des marchés ;
- instruments financiers (autres que produits collectifs) ;
- démarchage, conseil en gestion de patrimoine en investissements financiers ;
- organismes de contrôle et de tutelle ;
- divers.

1 Répartition des médiations et des consultations par thèmes

Graphique 2

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005



Source : AMF

Légende :

55 % : Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers.

23 % : Produits collectifs + gestion mandat.

19 % : Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation.

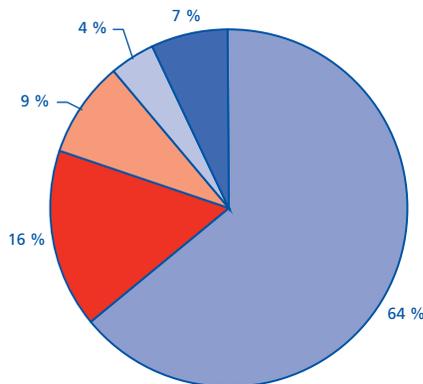
3 % : Divers.

55 % des dossiers reçus en 2005 ont porté sur les thèmes relatifs aux « émetteurs », « fonctionnement général des marchés » et « instruments financiers ».

2 Les consultations

Graphique 3

Répartition des consultations par thème : Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005



Source : AMF

Légende :

64 % : Émetteurs (notamment au sujet des « OPA/OPE » et « Procédures collectives ») + fonctionnement général des marchés (notamment concernant les « anomalies alléguées sur le marché ») + instruments financiers.

16 % : Produits collectifs + gestion mandat.

9 % : Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation.

7 % : Rôle du régulateur (démarchage, conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier, organismes de contrôle/tutelle/défense).

4 % : Divers.

Comme en 2004, la plus grande partie des consultations a porté sur des questions rattachées au domaine « Émetteurs, fonctionnement général des marchés et instruments financiers ». Ce pourcentage s'est maintenu à 64 %.

a) Les opérations financières

Dans ce domaine, comme les années précédentes, le service de la médiation doit faire œuvre pédagogique pour expliquer le rôle de l'AMF. Le simple rappel du texte législatif et réglementaire encadrant la mission de l'Autorité aux différents stades de l'opération ne suffit pas à apaiser les inquiétudes et les interrogations, par exemple sur la portée du visa accordé. Il n'est pas rare qu'après une première réponse le service soit de nouveau interrogé. Il en a été ainsi au cours de l'année 2005, marquée par d'importantes opérations de fusion absorption comme celles des sociétés Snecma et Sagem ou Sanofi et Aventis.

Le déroulement de ces opérations de fusion est souvent mal compris des investisseurs qui, habitués aux procédures d'offres publiques, sollicitent l'intervention de l'AMF pour qu'elle veille à ce que la parité proposée aux actionnaires de la société absorbée soit équitable.

Il faut alors expliquer que le rôle de l'AMF n'est pas d'examiner la recevabilité des projets de fusion comme pour les offres publiques, mais d'enregistrer le document « E » établi en vue de l'admission des actions nouvelles émises par la société absorbante suite aux opérations de fusion, ce document étant ensuite annexé au rapport du conseil d'administration ou du président du directoire présenté aux assemblées générales des actionnaires des sociétés concernées, réunies afin d'approuver les projets de fusion en application des dispositions du code de commerce.

Pour procéder à cet enregistrement, l'AMF vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes. L'enregistrement du document n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il atteste que l'information contenue dans ce document correspond aux exigences réglementaires en vue de l'admission ultérieure sur Eurolist d'Euronext Paris des titres qui seront émis en rémunération des apports.

L'opération effectuée par France Télécom sur la société néerlandaise Equant a également suscité de nombreuses interrogations. France Télécom a en effet procédé à l'acquisition de l'ensemble des actifs et passifs d'Equant, acquisition suivie d'une distribution du produit de la vente aux actionnaires d'Equant.

Cette opération, ayant été effectuée en application du droit néerlandais et soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires d'Equant, ne relevait pas de la réglementation française en matière d'offres publiques et n'avait donc pas été soumise au contrôle de l'AMF.

Outre les demandes d'explications et les critiques sur les modalités de fixation du prix et l'insuffisance présumée de la prise en compte des intérêts des épargnants individuels, certaines réclamations relatives aux opérations financières portent sur le déroulement de la procédure elle-même.

Il est ainsi reproché à l'intermédiaire ou au teneur de compte conservateur un manque d'information ou une insuffisance de précision dans l'information donnée, par exemple sur les droits de souscription.

Le service s'est interrogé à l'occasion de plusieurs dossiers sur le fait de savoir si la cession sur le marché par le teneur de compte conservateur des droits préférentiels de souscription non exercés par leur détenteur devait être considérée comme une simple faculté ou une obligation de faire. En effet, si aux termes de l'article 332-5 du règlement général de l'AMF, le teneur de compte conservateur doit informer dans les meilleurs délais chaque titulaire de compte d'instruments financiers des opérations sur titre nécessitant une réponse du titulaire, aucune disposition légale ou réglementaire ne prévoit que le teneur de compte conservateur doive prendre l'initiative de céder les droits préférentiels de souscription. En outre, l'article 332-6 du même texte dispose que « le teneur de compte conservateur s'assure que, sauf application d'une disposition légale ou réglementaire contraire, tout mouvement d'instruments financiers affectant le compte d'un titulaire se réalise exclusivement sur instructions de celui-ci ».

La jurisprudence connue se limite à deux arrêts de la Cour de cassation. Dans un arrêt du 12 janvier 1999 (BNP c/Moritz) relatif à une offre publique d'échange, la Cour de cassation avait considéré que le teneur de compte conservateur ne pouvait prendre en lieu et place du titulaire du compte titre des initiatives relatives à la gestion de ses avoirs dès lors qu'aucune perte ne menaçait ces derniers. Dans un arrêt du 3 novembre 1952 (Gaucher c/ Comptoir d'Escompte de Paris) relatif aux droits préférentiels de souscription, la haute juridiction avait rejeté le pourvoi formulé par M. Gaucher à l'encontre de l'arrêt rendu le 28 avril 1948 par la Cour d'appel de Poitiers ayant jugé « qu'aucune faute ne saurait être reprochée à la société le Comptoir National d'Escompte de Paris qui n'avait point agi dans son intérêt personnel, mais afin d'éviter que les droits de souscription de M. Gaucher ne fussent périmés et perdus pour lui, la négligence dudit M. Gaucher à donner des instructions avant son départ étant la seule cause du dommage qu'il a subi ».

En pratique, l'examen des avis d'opérations sur titres se rapportant à des augmentations de capital figurant dans les dossiers transmis au service de la médiation a révélé des pratiques différentes selon les teneurs de compte avec toutefois une certaine généralisation, au sein des principaux établissements, de l'absence de substitution, les avis indiquant que les droits ou les bons deviendraient caducs en cas d'inertie du client.

Dès lors, au vu de la réglementation, de la jurisprudence et de la pratique, se posait la question de savoir si l'AMF pouvait considérer que l'absence de cession automatique des droits constituait un dysfonctionnement susceptible de constituer un manquement professionnel pouvant servir de fondement à une indemnisation du client concerné dans le cadre d'une procédure de médiation. Après concertation avec d'autres services de l'Autorité, le service de la médiation a répondu par la négative. En effet, il a constaté que la mise en œuvre obligatoire de la cession automatique pouvait s'avérer préjudiciable à l'exercice des choix formulés par l'épargnant dans la mesure où, afin de vendre l'avant dernier jour de cotation les droits des clients n'ayant transmis aucune instruction, le teneur de compte était obligé de fixer une période de souscription plus courte que celle définie dans la note d'opération et reprise par l'avis Euronext. Dans un dossier, il était apparu que les instructions d'un client qui souhaitait exercer ses droits préférentiels de souscription n'avaient pas été exécutées car parvenues après la date limite fixée par la banque, plus courte de huit jours que la période fixée dans la note d'opération.

En l'état de la réglementation, si la cession automatique des droits non exercés devait être rendue obligatoire, il conviendrait de l'encadrer afin que l'objectif de préservation des intérêts du client demeure effectif en prévoyant, notamment que l'information sur la mise en œuvre de la clause de sauvegarde figure dans la convention de compte et dans chaque avis d'OST, que la nécessaire fixation d'une période de souscription plus courte, identique pour tous les teneurs de compte laisse à l'actionnaire un temps suffisant pour transmettre ses instructions lorsqu'il souhaite souscrire de nouvelles actions et que lorsque les investisseurs acquièrent sur le marché des droits après la date limite fixée par le teneur de compte pour les exercer, une mise en garde leur soit fournie, soit par le site internet, soit par les services chargés de la réception transmission de l'ordre.

b) Les anomalies de marchés

Les réclamations faisant état d'anomalies de marché ou de problèmes d'information émanant de sociétés en difficulté sont restées fréquentes. En cas de constatation d'une évolution de cours défavorable ou d'une brusque variation, certains épargnants n'hésitent pas à évoquer l'existence de manipulations de cours frauduleuses dont ils exigent la mise au jour et la sanction. Le service doit expliquer aux requérants que même si des investigations devaient être ensuite effectuées, ils ne seraient pas tenus informés de l'évolution de l'enquête ou du contrôle compte tenu de la confidentialité des procédures.

L'utilisation d'internet et notamment des forums des courtiers en ligne amplifie ce phénomène d'alerte en propageant des rumeurs et en permettant d'organiser l'envoi en masse de lettres-types au médiateur pour appeler l'attention de l'AMF sur telle ou telle valeur.

Dans ces cas-là, après un premier examen, les courriers reçus sont transmis aux services spécialisés de l'Autorité. C'est ainsi qu'en 2005, la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés a été destinataire de 120 dénonciations d'opérations présumées suspectes par les épargnants, demandes d'enquêtes et d'expertise sur les cas complexes d'évolution de cours.

Au cours de l'année 2005, certaines de ces « dénonciations » ont permis ainsi d'engager des procédures de contrôle sur pièces ou sur place ou de publier des mises en garde sur le site internet de l'Autorité. Ce fut notamment le cas, à la suite d'un courrier émanant d'une personne sollicitée par une société, Bruno Beuriot Gestion, qui exerçait l'activité de gestion pour compte de tiers sans agrément. Elle a pu ainsi faire l'objet d'une mise en garde au public, ce dossier étant par ailleurs transmis au Parquet.

Lorsque le service est saisi de faits susceptibles de constituer des infractions pénales, la transmission du dossier à l'autorité judiciaire est posée.

c) Les incidents de cotation

Comme en 2004, nombreux ont été les épargnants à se plaindre de n'avoir aucune information à la suite d'interruption ou de suspension de cotations. Il en est ainsi de la suspension dans l'attente d'un communiqué de la société ou de la révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Dans ce dernier cas, même si l'Autorité tient régulièrement à jour, sur son site internet, la liste des sociétés qui ne publient pas dans les délais leurs comptes ou leur document de référence, lorsqu'elles sont tenues d'en publier un, les actionnaires individuels ont souvent l'impression d'être laissés pour compte et demandent conseil sur la conduite à tenir lorsqu'ils apprennent l'issue de la procédure judiciaire.

C'est ainsi qu'en 2005, la situation de la société Metaleurop a fait l'objet de nombreuses interrogations. La suspension de cotation de la société Metaleurop, demandée le 27 juin 2003, avait été maintenue à la demande de l'AMF jusqu'au prononcé des décisions des juridictions saisies dans ce dossier. Par arrêt du 11 octobre 2005, la Cour d'appel de Paris a écarté la

procédure d'extension à Metaleurop SA de la liquidation judiciaire prononcée en mars 2003 à l'encontre de Metaleurop Nord, sa filiale, et l'a placée en période d'observation dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire ordonnée par le Tribunal de commerce. Le 24 novembre 2005, la société a fait savoir que le tribunal avait homologué le plan de redressement par voie de continuation. La cotation a repris le 25 janvier 2006.

Traitement des consultations :

	Situation au 31 décembre 2005
Nombre de consultations traitées	1 452
* dont consultations reçues depuis 1 mois au plus	88 %
* dont consultations reçues depuis plus d'1 mois	12 %

Source : AMF

Les dossiers de consultation sont clôturés dès qu'il a été répondu à la question initiale et, le cas échéant, aux demandes de précisions ou aux questions complémentaires que la première réponse a pu faire surgir. Le délai moyen de réponse est d'un mois. Cependant, il peut arriver que la demande requière des vérifications nécessitant les compétences d'autres services dont il faut recueillir l'avis. Le service s'efforce d'éviter un allongement des délais de réponse dans la mesure du possible.

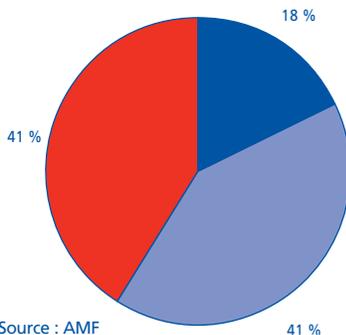
En 2005, 88 % des dossiers de consultations ont été clôturés dans le mois de leur ouverture.

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005, il a été répondu à 1 452 consultations. Aucune des lettres adressées aux requérants, et portant sur tous les domaines de la compétence de l'AMF, n'a fait l'objet de contestation mettant en jeu la pertinence de la réponse.

3 Les médiations

Graphique 4

Répartition des médiations par thème



Source : AMF

Légende :

18 % : Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers.

41 % : Produits collectifs (notamment relatifs à l'« Information lors de la souscription ») + gestion mandat.

41 % : Réception transmission d'ordres.

Par rapport à 2004, on constate une légère augmentation des thèmes relatifs aux émetteurs, au fonctionnement général des marchés et aux instruments financiers.

41 % des demandes de médiations concernent les produits collectifs et la gestion sous mandat.

a) Les fonds à formule

L'étude des dossiers de médiation fait apparaître un certain nombre de thèmes récurrents d'une année sur l'autre. Il en est ainsi des fonds à formule, qui ont continué en 2005 à faire l'objet de nombreuses réclamations, tant au titre de la gestion sous mandat que de la commercialisation de produits collectifs.

En 2005, des demandes de médiation concernant les produits de la gamme *Benefic* de La Poste ont encore été reçues.

Dans la mesure où des investigations étaient en cours pour aboutir à l'engagement d'une procédure de sanction, le médiateur, en application des principes de la charte qui encadre son intervention, n'a pu intervenir de manière active, se contentant simplement d'orienter les requérants vers le service de La Poste en charge de centraliser les réclamations sur ces produits. Il a demandé à cet établissement de le tenir informé des suites données aux réclamations.

Depuis la décision du 15 décembre 2005 de la Commission des sanctions¹ de l'Autorité des marchés financiers, la procédure de médiation peut de nouveau être organisée dans le cadre du règlement amiable des litiges nés soit au moment de la commercialisation soit en cours de vie des produits de cette gamme.

Au 31 décembre 2005, 42 dossiers étaient ouverts à ce titre.

Des réclamations sur d'autres fonds à formule sont également parvenues à l'AMF. Les plaignants y dénoncent en général les conditions de commercialisation et mettent en avant l'absence de précision sur l'économie du produit et sur le caractère garanti ou non du capital investi. On relève souvent dans ces dossiers une confusion opérée par les intéressés entre les documents publicitaires et la notice d'information.

Face aux mêmes constats, on ne peut que recommander :

- aux épargnants de poser le maximum de questions, notamment sur la garantie en capital, et de bien lire l'ensemble des documents fournis ;
- et aux professionnels de documenter chaque étape d'une transaction afin de constituer des preuves indiscutables après avoir pris toute précaution quant aux objectifs de l'investisseur afin de s'assurer de l'adéquation du produit proposé.

¹ Voir *supra* chapitre VI page 266.

b) La gestion sous mandat :

En matière de mandat de gestion, les réclamations portent toujours sur le devoir d'information et de conseil des prestataires.

Les épargnants dénoncent une mauvaise adéquation de l'orientation choisie au moment de l'entrée en relation, un suivi irrégulier, voire inexistant du portefeuille géré ainsi qu'une absence d'ajustement en cas de pertes importantes. Ces griefs sont rendus possibles par la détermination d'un objectif de gestion trop largement défini. On ne peut que reprendre les recommandations habituelles de plus grande précision de part et d'autre au moment du choix de l'orientation dans un document écrit et détaillé. Tout au long du mandat, l'échange doit être régulier et documenté entre le professionnel et son client qui devrait être avisé sans délai et par écrit de tout changement d'orientation.

Traitement des médiations :

	Situation au 31 décembre 2005
Nombre de médiations clôturées :	591
* dont médiations reçues depuis 6 mois au plus	82 %
* dont médiations reçues depuis plus de 6 mois	18 %

Source : AMF

82 % des dossiers de médiation sont clôturés dans les six mois de leur ouverture. Pour le solde non clôturé dans les six mois, il s'agit, le plus souvent, de dossiers dont le traitement est suspendu par une enquête ou un contrôle ou par une demande d'avis à un autre service de l'Autorité. Il se peut aussi que les réponses ou les documents demandés soient, pour des raisons multiples (ancienneté des faits, changement de prestataire), difficiles à recueillir.

En ce qui concerne les médiations, du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005, 591 dossiers de médiation ont été traités.

Parmi ceux-ci, 59 % de ceux qui ont pu être engagés sur le fond (c'est-à-dire en dehors des dossiers qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF, des demandes infondées ou des dossiers sur lesquels une enquête ou une procédure est en cours) ont abouti à un accord.

En effet, la procédure de médiation doit être acceptée par l'une et l'autre des parties et l'abandon est possible à tout moment de la procédure.

Pour les dossiers dans lesquels une instruction contradictoire a pu s'engager sous l'égide du médiateur, il est particulièrement satisfaisant de constater qu'en 2005, plus de la moitié ont fait l'objet d'accords amiables, prenant la forme d'une régularisation (opérations contestées annulées), d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie ou d'un geste commercial.

D Les perspectives

Parallèlement au traitement des demandes de consultation et de médiation, le service poursuit sa participation aux commissions consultatives mises en place par l'AMF, notamment celles relatives aux épargnants et actionnaires minoritaires et aux activités de gestion financière.

Le médiateur a également participé, en tant que membre, aux travaux de la mission réunie sous l'égide de Jacques Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers². C'est ainsi qu'au terme de cette réflexion, qui s'est déroulée d'avril à octobre 2005 et a réuni les représentants de la Direction générale du Trésor et de la politique économique, du Comité consultatif du secteur financier, de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, de la Commission bancaire et de l'Autorité des marchés financiers, un certain nombre de préoccupations ont fait l'objet dans le rapport final de recommandations dont la mise en œuvre est en cours d'examen.

Le médiateur suivra avec intérêt les suites données aux préconisations en matière d'information et de conseil ainsi que celles relatives à l'amélioration du service après-vente et au développement des modes alternatifs de règlement des litiges et en particulier la médiation en cas de désaccord à l'issue du traitement des réclamations, le rapport posant un premier principe consistant à « prévoir un médiateur compétent en cas de litige relatif à des produits d'épargne (financière ou bancaire). L'existence et les coordonnées de ce médiateur doivent être précisées à l'épargnant dans la réponse faite à sa réclamation, lorsque celle-ci lui est défavorable ».

De même, l'issue des travaux confiés au président du comité consultatif du secteur financier par le ministre de l'Économie sur le développement des moyens alternatifs de règlement des litiges dans chacun des secteurs de l'économie, sera sans doute riche d'enseignements.

Témoin privilégié des difficultés d'application ou d'interprétation, voire de carence de la réglementation, le médiateur se doit d'alerter les autres services de l'Autorité afin, non seulement de réduire le risque de contentieux mais également de contribuer à la mise en place d'une régulation adaptée et efficace.

² Voir *infra* chapitre VII page 308.

2 Les consultations et la concertation avec la place

A Les travaux des commissions consultatives

Faisant usage de la faculté prévue par l'article L. 621-2 III du code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers a décidé, en février 2004, de constituer cinq commissions consultatives permanentes appelées à l'aider à conduire sa réflexion et à forger sa doctrine au regard des évolutions des techniques, des produits, des structures de marché et de l'environnement juridique et financier national et international.

Ces commissions sont composées d'experts désignés par le Collège de l'AMF, et présidées par des membres du Collège à qui il revient d'animer leurs travaux et d'en rapporter les résultats devant le Collège. Les membres des commissions consultatives sont nommés pour une durée de trois ans.

Chacune de ces commissions élabore son programme de travail. Elles se sont réunies chacune en moyenne neuf fois en 2005. Les services de l'AMF pilotent les travaux préparatoires de ces commissions. Certains sujets transversaux peuvent être présentés à plusieurs commissions consultatives. Leurs avis sont transmis au Collège.

1 Opérations et information financières des émetteurs

La commission opérations et information financières des émetteurs, présidée depuis le 21 mars 2005 par Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF, s'est réunie à dix reprises au cours de l'année 2005.

En matière d'évolution réglementaire, les travaux de la commission ont essentiellement porté sur le suivi de la transposition de la directive Prospectus³ et des modifications du règlement général de l'AMF qui en ont découlé. Dès 2004, la commission avait examiné diverses problématiques liées à la transposition de cette directive. En 2005 et avant que les travaux de rédaction d'une nouvelle version du livre II du règlement général ne débutent, la commission a de nouveau été saisie sur des questions précises concernant, notamment, la définition des critères d'exclusion du champ de l'appel public à l'épargne, l'application des cas de dispense de prospectus prévus par la directive, le maintien du document de référence, le régime linguistique des prospectus et la responsabilité des commissaires aux comptes sur le prospectus. Le projet de modification du règlement général a été examiné par la commission en mai 2005 et les réactions et commentaires formulés par les professionnels dans le cadre de la consultation publique lui ont été présentés fin juin. La commission a enfin examiné le projet d'instruction prise

³ Voir *supra* Chapitre II La régulation et la coopération internationale, pages 51-52.

en application du livre II du règlement général relatif à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne ainsi que la synthèse des recommandations pour l'élaboration des documents de référence publiées par la COB en 2003 et l'AMF en 2004, qui avait au préalable fait l'objet d'une analyse par les services afin de déterminer celles qu'il convenait de maintenir et celles qui, compte tenu de l'application des normes IFRS et du règlement européen sur les prospectus, étaient caduques.

La commission s'est également penchée sur les modifications du règlement général résultant de la transposition de la directive Abus de marché⁴, en particulier le nouveau régime de déclaration des opérations des dirigeants et des personnes qui leur sont liées et de l'obligation d'établir des listes d'initiés. Sur ce deuxième sujet, des membres de la commission ont participé à un groupe de travail *ad hoc* chargé de réfléchir à la mise en œuvre de cette nouvelle obligation. La commission a enfin examiné les modifications du règlement général liées à la création d'Alternext et à la suppression de la note d'information pour les programmes de rachat d'actions.

Parallèlement à ces travaux, la commission a été saisie de trois autres sujets qui seront à nouveau examinés en 2006. Il s'agit d'abord de la mise en œuvre des recommandations formulées par le groupe de travail sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante : la commission a formulé plusieurs observations qui ont été prises en compte dans le cadre de la rédaction des textes réglementaires. En ce qui concerne le rapport du groupe précité, la transition aux normes IFRS fera l'objet d'un examen plus approfondi par la commission en 2006, à l'aune des publications réalisées par les émetteurs au titre de l'exercice 2005 de même que certaines dispositions de la directive MIF concernent les émetteurs. L'attention de la commission a ainsi été attirée sur la possibilité de demander l'admission de titres sans le consentement de l'émetteur, la suppression de l'obligation de centralisation des ordres en période d'offre publique et la qualification de client professionnel ou de contrepartie éligible.

En décembre 2005, comme l'année précédente, les rapports annuels de l'AMF sur les agences de notation et le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne ont été présentés à la commission, afin de recueillir ses commentaires, avant publication.

Au cours du 1^{er} semestre 2006, la commission a prévu d'examiner, outre les sujets mentionnés ci-dessus, la transposition des directives OPA et Transparence⁵, le résultat des travaux menés par les groupes de travail sur le référentiel de contrôle interne et la définition des prévisions et estimations du bénéfice ainsi que la mise en œuvre des recommandations du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante.

⁴ Voir *supra* Chapitre III Les opérations financières et la qualité de l'information, pages 91 à 93.

⁵ Voir *supra* Chapitre II La régulation et la coopération internationales, respectivement pages 52 à 55.

Composition de la commission consultative⁶ :

Jean-Michel Naulot (Président)⁷ – Antoine Giscard d'Estaing (Vice-président)
Olivier Azières (Azières Conseil), Claude Baj (CB conseil), Jean-François Biard (BNP-Paribas), Dominique Bompont (Sullivan & Cromwell), Françoise Bonfante (UBS Securities France SA), Éric Bourdais de Charbonnière (Michelin), Bernard Bourgeaud⁸ (Atos Origin), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cédelle (Calyon), Martine Charbonnier (Euronext), Jean-Pierre Cloiseau (Lafarge), Philippe Crouzet⁹ (ACTEO), France Drummond (Paris II), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), André Lévy-Lang¹⁰, Marie-Christine de Nayer (Société Générale), Helman le Pas de Sécheval (Groupama), Jacques Rossi (Cabinet Rossi), Bruno Van Ryb¹¹ (MiddleNext).

2 Épargnants et actionnaires minoritaires

La commission consultative épargnants et actionnaires minoritaires a poursuivi ses travaux en 2005 sur le même rythme qu'en 2004 (9 réunions). Elle a à la fois donné un avis sur des questions très concrètes de doctrine de l'AMF, constitué un premier forum de discussion sur les rapports de groupes de travail conduits par l'AMF, et pris position sur des enjeux stratégiques de la régulation.

Elle a été consultée sur les projets de textes réglementaires ayant des répercussions sur les investisseurs, les actionnaires minoritaires et les associations qui les représentent :

- décret d'application de l'ordonnance sur les valeurs mobilières ;
- décret relatif à l'agrément des associations de défense des investisseurs ;
- transposition de la directive Institutions de retraite professionnelle ;
- décret définissant les investisseurs qualifiés.

Elle a formulé des observations sur des sujets stratégiques :

- attitude à adopter face à l'accroissement de la complexité des produits ;
- arbitrage entre exhaustivité et lisibilité de l'information *via* la problématique de la présentation du prospectus simplifié (« prospectus au format libre ») ;
- enjeux de l'ouverture accrue des marchés financiers suivant les propositions du Livre vert de la Commission sur la gestion d'actifs ;
- impact du développement de l'architecture ouverte (à partir de la présentation d'une étude TNS Sofres/Fidelity¹²).

⁶ À compter de janvier 2006, Eliane Rouyer (Accor) et John Glen (Air Liquide) ont rejoint la commission consultative

⁷ Jusqu'au 20 mars 2005, la commission était présidée par Bernard Esambert, membre du Collège de l'AMF.

⁸ A quitté la commission consultative à compter de janvier 2006.

⁹ Remplacé depuis juillet 2005 par Benoît Bazin (Compagnie de Saint-Gobain).

¹⁰ A quitté la commission consultative à compter de janvier 2006.

¹¹ Remplacé par Evelyne Deloirie (MiddleNext) depuis juillet 2005.

¹² Étude réalisée en octobre/novembre 2005 par TNS Sofres pour FIDELITY International intitulée « Les Européens anticipent peu leur retraite sur le plan financier ».

Elle a eu l'occasion de réagir aux propositions des principaux rapports publiés sous l'égide ou avec la participation des services de l'AMF : rapport de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers, rapport d'Yves Mansion sur les droits de vote en assemblée générale, rapport de Jean-Michel Naulot sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante, rapport du groupe de travail présidé par Claire Favre et Jean-Claude Mothié sur l'éducation des épargnants. À titre d'exemple, s'agissant de l'exercice des droits de vote en assemblée générale, la Commission s'est notamment interrogée sur la pratique des prêts-emprunts de titres, sur l'opportunité de restreindre la possibilité de voter aux titres inscrits au nominatif, et sur la prise en compte des différents types de votes et notamment des abstentions.

Elle a étudié les questions d'épargne salariale, donnant notamment un avis sur les positions de doctrine de l'AMF concernant les FCPE à effet de levier, et les mécanismes d'abondement et de passage par un fonds relais.

Elle a également participé à la réflexion de l'AMF sur le thème de la gouvernance des fonds, dans le cadre des mandats de l'OICV, à partir de l'examen des mécanismes existant dans le secteur de l'assurance-vie et de l'épargne salariale. Elle s'est ainsi exprimée sur l'opportunité de mécanismes de gouvernance dans les OPCVM, et a participé à la conception du mécanisme de gouvernance dans les futurs OPCI.

La commission s'est également interrogée sur les mécanismes de médiation et sur les conditions d'une meilleure participation des associations représentant les actionnaires minoritaires aux processus de décision communautaires.

Composition de la commission consultative¹³ :

Jean-Claude Mothié (président), Claire Favre (vice-président)

Jacques Coutance, Vincent Dutfoy (CLAS¹⁴), Agnès Gaultier de la Ferrière (FAS¹⁵), Marcel Jayr (membre des comités d'investisseurs particuliers de l'ANSA et d'Euronext), Pierre-Henri Leroy (Proxinvest) Viviane Neiter (APAI¹⁶), Colette Neuville (ADAM¹⁷), François Perrin-Pelletier (FAIDER¹⁸), Fabrice Rémon (Deminor), Marie-Claude Robert (premier médiateur de la COB), Aldo Sicurani (FFCI¹⁹), Marcel Tixier (ANAF²⁰), François de Witt (journaliste).

3 Organisation et fonctionnement du marché

La commission consultative organisation et fonctionnement des marchés, présidée par Bernard Field, s'est réunie neuf fois au cours de l'année 2005.

¹³ De nombreux membres de cette commission ont participé au groupe de travail sur l'éducation des épargnants (cf. *infra*, pages 302 à 303).

¹⁴ Association des actionnaires salariés du Crédit Lyonnais.

¹⁵ Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés.

¹⁶ Association pour la promotion de l'actionariat individuel.

¹⁷ Association de défense des actionnaires minoritaires.

¹⁸ Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite.

¹⁹ Fédération française des clubs d'investissement.

²⁰ Association nationale des actionnaires de France.

La commission a été conduite à se prononcer sur plusieurs évolutions des règles de marchés d'Euronext Paris, notamment la création d'une cote unique du fait de la fusion des Premier, Second et Nouveau marchés, et sur les critères d'admission sur ce marché. Elle a également accompagné la création du marché Alternext et l'évolution du modèle de marché mis en place par Euronext. S'agissant du marché réglementé Euronext Paris, l'évolution la plus structurante a été la levée de l'anonymat dans le carnet d'ordres central pour les sociétés du segment C d'Eurolist. Les autres modifications sur lesquelles elle a été sollicitée ont concerné les transactions au prix moyen pondéré (réduction de la période minimale) et la taille des blocs pour la déclaration des transactions sur les parts de fonds indiciels cotés réalisées en dehors du carnet d'ordres central.

Les trois autres évolutions sur lesquelles la commission a formulé un avis ont porté sur :

- la question de principe de l'admission d'une société de gestion de portefeuille en tant que membre des marchés réglementés ;
- les questions soulevées par les valeurs à très faible cours (« *penny stocks* »), pour lesquelles elle a proposé la mise en place de dispositifs permettant de prévenir les abus de marché susceptibles de se produire plus spécifiquement sur ces valeurs ;
- la réforme de la réglementation relative à la conformité et contrôle interne chez les prestataires de services d'investissement.

S'agissant de l'élaboration des normes européennes et de l'adaptation de la réglementation aux directives et règlements européens, la directive Marchés d'instruments financiers a été un axe majeur de la consultation des membres de la commission, associés dès le début de l'année aux travaux d'élaboration des avis techniques du CESR transmis à la Commission européenne. L'avis de la commission a ensuite été sollicité, à partir du second semestre, sur les grandes orientations de la transposition de la directive (organisation des travaux de transpositions, orientations et options ouvertes aux États membres). La commission a également poursuivi l'examen de l'adaptation du règlement général pour la finalisation de la transposition des textes sur les abus de marché (liste d'initiés, opérations suspectes) et la transposition de la directive Prospectus.

Enfin, la commission s'est prononcée, d'une part, sur les propositions de modification du règlement général concernant l'analyse financière, et d'autre part, comme l'année précédente, sur le rapport public de l'AMF sur les agences de notation.

Composition de la commission consultative²¹ :

Bernard Field (président), Jean-Pierre Pinatton (vice – président)

Jean-Pierre Aubin (Viel Tradition), Jean-François Bay (Seeds Finance/ AFII), Thierry Coste (CASA), Alain Couret (CMS Bureau Francis Lefebvre),

²¹ Catherine Patou (IXIS) et Frédéric Simon (CA Indosuez Cheuvreux) ont été invités à se joindre aux travaux de la commission en début d'année 2006.

Marie-Noëlle Dompé (cabinet Darrois & Villey), Jacques Hamon (CEREG), Gérald Harlin (Axa), Alain Kayayan (analyste financier, Exane), Jean-Bernard Laumet (HSBC/CCF), Patrice Marteau (PPR), Jean-Pierre Mattout (Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP), Alain Moynot (BNP Paribas), Jean-Pierre Mustier (Société Générale), Yves Nachbaur (Banque de France), Catherine Langlais (Euronext), Hubert de Vauplane (BNP Paribas).

4 Activités de gestion financière

La commission consultative activités de gestion financière est le lieu d'un dialogue avec la place où sont représentés différents acteurs professionnels : non seulement les gérants d'actifs, mais aussi les dépositaires et les investisseurs institutionnels. Elle a poursuivi ses travaux en 2005 au travers de 10 réunions.

Après une première année dont l'agenda a été largement dicté par l'analyse des dispositions du nouveau règlement général de l'AMF, les travaux de la commission ont pris une dimension plus stratégique. Ainsi, un débat de fond a été mené sur plusieurs séances à l'occasion de l'examen du Livre vert de la Commission européenne sur la gestion d'actifs et de la préparation de la contribution de l'AMF à la consultation ouverte sur ce document.

Ce débat a permis de mieux comprendre la nature des besoins de l'industrie en matière de rationalisation de son organisation sur une base européenne, et les logiques qui gouvernent le choix du pays d'agrément d'un fonds, d'une part, la localisation de l'activité de gestion, d'autre part. Une telle réflexion est essentielle pour assurer que les orientations prises par le régulateur ne se traduisent pas par des obstacles injustifiés à la localisation des activités de gestion en France. Elle a également permis de passer en revue les améliorations possibles de la procédure de notification dans le cadre du passeport européen, et d'alimenter ainsi les positions de l'AMF au sein du groupe d'experts de CESR-*Investment Management* chargé d'un mandat sur le sujet. En termes de méthode, les travaux ont été marqués par une ouverture de la commission à des acteurs extérieurs : des représentants de la Commission européenne, de l'AFG, ainsi qu'un consultant, ont ainsi été entendus.

La commission a, par ailleurs, continué à jouer un rôle consultatif dans le domaine réglementaire du ressort de l'AMF : les principales évolutions de la réglementation lui ont été soumises et ont été débattues. On peut citer, parmi un grand nombre de sujets, les modifications du régime des OPCVM cotés, les précisions apportées au cadre des rétrocessions dans les fonds de fonds, et la possibilité offerte de présenter un prospectus simplifié au format libre.

L'articulation des travaux de la commission avec les groupes de travail dédiés à des sujets précis présentant des enjeux pour la gestion a été assurée par le biais de points d'étape réguliers avec les animateurs de ces groupes : tel a été le cas du groupe de travail sur les dépositaires, du groupe de travail sur le contrôle interne, ou de la mission présidée par Jacques Delmas-Marsalet sur

la commercialisation des produits financiers. La commission est par ailleurs associée aux travaux de l'AMF visant à mettre en place les OPCV.

La commission a enfin été tenue régulièrement informée des constats opérés par l'AMF dans l'exercice de ses missions, et a ainsi pu examiner le bilan des agréments accordés, le bilan des contrôles opérés sur les dépositaires, et les données financières collectées par l'AMF sur les sociétés de gestion. Elle a de même été informée des travaux menés au niveau international, tant au sein du CESR qu'à l'OICV.

Composition de la commission consultative :

Philippe Adhémar (président), Monique Bourven (vice-président)

André Battestini (Ulysse Patrimoine), Christian Boisson (Crédit Agricole AM), Dominique Eugène (AFII), Gilles Glicenstein (BNP Paribas AM), Philippe Goubeault (AGIRC), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC²²), Pierre Jolain (Haas gestion), Jean-Louis Landais (Banque de France), Pierre Lasserre (Exane), Jean-Louis Laurens²³ (Axa IM), Eric Mijot (analyste financier, SFAF²⁴), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Hélène Ploix (Pechel Industries), Roland Portait (Essec/CNAM), Bruno Prigent (Société Générale), Antoine de Salins²⁵ (FRR²⁶), Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam).

5 Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

La commission consultative activités de compensation, conservation et de règlement-livraison s'est réunie cinq fois au cours de l'année 2005 et a été amenée à formuler un avis sur l'ensemble des travaux relatifs aux infrastructures *post-marché*.

Elle a examiné deux projets de modification du règlement général de l'AMF, l'un relatif à la ségrégation externe des avoirs et l'interdiction des comptes titres débiteurs, l'autre faisant suite à l'ordonnance n° 2005-3030 du 31 mars 2005 portant simplification des règles de transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison.

Elle a également étudié les premières propositions du groupe de travail sur les dépositaires et notamment l'opportunité de restreindre les conditions de délégation de la conservation des actifs par un dépositaire et la nécessité d'obtenir un agrément pour l'activité de dépositaire.

La commission a rendu un avis sur les premières orientations du nouveau produit d'épargne collective, l'OPCV, et a attiré l'attention sur les modalités de calcul et de contrôle de sa valeur liquidative.

²² Société parisienne de gestion et de conseil.

²³ Remplacé depuis janvier 2006 par Nicolas Moreau (AXA IM).

²⁴ Société française des analystes financiers.

²⁵ A rejoint la commission consultative en mai 2005.

²⁶ Fonds de réserve des retraites.

Elle a été invitée à étudier les recommandations du rapport du groupe de travail sur l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France ainsi que l'ensemble des consultations menées par la Commission européenne sur le même sujet en Europe.

Enfin, tout au long de l'année 2005, la commission a été informée de l'actualité relative à la compensation et au règlement-livraison en Europe : suivi des travaux sur les standards SEBC-CESR, étude du rapport Kauppi-Villiers du Parlement européen, synthèse des réponses à la communication de la Commission européenne sur le règlement-livraison et la compensation en Europe, discussion sur l'évolution des liens Euronext/LCH-Clearnet et sur la perspective d'une chambre de compensation unique en Europe évoquée par le commissaire européen McCreevy.

Composition de la commission consultative :

Dominique Hoenn (président), Jean de Demandolx Dedons (vice-président)
Philippe Bissara²⁷ (ANSA), Gérard Bourret²⁸ (Ofivalmo), Philippe Castellanelli (HSBC/CCF), Xavier Chaillot (Société Générale), Emmanuel de Fournoux (AFEI²⁹), Michel Germain (Paris II), Pierre Guillemet (CALYON), Yvon Lucas (Banque de France), Guy Mengin (Banque OBC), Joël Merere³⁰ (Euroclear France), Philippe Pautet (Arlis), Patrice Renault³¹ (LCH Clearnet France), Marcel Roncin (AFTI³²), Bernard Vibert³³ (Crédit Lyonnais).

B Les travaux des groupes de place

En parallèle des travaux conduits au sein des commissions consultatives, l'AMF a consulté professionnels et experts de la place sur des sujets plus spécifiques dans le cadre de groupes de travail.

1 Le groupe de travail sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante

Le groupe de travail, présidé par Jean-Michel Naulot et chargé par le Collège de l'AMF, de procéder à une analyse approfondie du sujet de l'évaluation financière et de l'expertise indépendante, a rendu ses conclusions le 13 avril 2005³⁴.

²⁷ Philippe Bissara a démissionné de la commission consultative en décembre 2005. La représentation de l'ANSA est désormais assurée par Philippe Pautet Président d'Arlis (groupe Lagardère) qui siège au sein de la commission consultative depuis sa création.

²⁸ Gérard Bourret a exprimé le souhait de se retirer de la commission consultative. Il est remplacé par Christophe Lepître (ADI Alternative Investments).

²⁹ Association française des entreprises d'investissement.

³⁰ Remplacé par Pierre Slechten (Euroclear France).

³¹ Remplacé par Christophe Hémon (LCH Clearnet SA).

³² Association française des professionnels des titres.

³³ Bernard Vibert, déontologue au Crédit Lyonnais, parti à la retraite, est remplacé à compter de janvier 2006 par Anne Landier-Juglar, directeur de la conformité de CACEIS.

³⁴ Revue mensuelle AMF, n° 13 d'avril 2005, pages 11 à 58.

Les travaux du groupe de travail ont porté sur quatre domaines :

- la définition d'un socle de principes fondamentaux, communs à toutes les opérations pour lesquelles un expert indépendant est nommé ;
- l'extension du champ d'application de l'obligation de réaliser une expertise indépendante ;
- le renforcement de la déontologie et du contrôle des travaux de l'expert ;
- le rappel des règles et des principes que les experts doivent respecter dans la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation.

Le rapport du groupe de travail a été présenté au Collège de l'AMF puis soumis à consultation publique du 26 avril au 10 juin 2005. Les réponses et commentaires formulés dans le cadre de la consultation publique ont fait l'objet d'une synthèse³⁵ publiée sur le site internet de l'AMF le 16 décembre 2005 : 15 contributions ont été adressées à l'AMF par plusieurs associations professionnelles, des sociétés ou cabinets réalisant des évaluations et des expertises indépendantes ainsi que plusieurs professionnels. Dans l'ensemble, les réponses à la consultation sont favorables aux recommandations formulées par le groupe de travail. Ces recommandations ont également fait l'objet d'un premier examen au sein de la commission consultative opérations et information financières des émetteurs.

La mise en œuvre de ces recommandations devrait se faire par voie réglementaire après une nouvelle consultation publique. La problématique de l'expertise indépendante étant en outre étroitement liée à celle des offres publiques, il a été tenu compte des travaux et du calendrier de transposition de la directive OPA.

2 Les réflexions sur les OPA

La directive concernant les offres publiques d'acquisition³⁶, qui a pour objet de créer un cadre européen pour le déroulement des offres publiques en Europe, a été adoptée par le Parlement européen et le Conseil de l'Union en 2004. Publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004, elle est entrée en vigueur le 21 mai 2004 et doit être transposée au plus tard le 21 mai 2006.

Si, d'une manière générale, les principes fondamentaux qu'elle pose sont proches de ceux qui régissent le droit français des offres publiques d'acquisition, la directive présente la particularité de rendre optionnelle l'application de deux articles clés, les articles 9 et 11, respectivement relatifs aux conditions de mise en œuvre des mesures de défense anti-OPA et au principe de neutralisation des restrictions, tout en prévoyant des arrangements facultatifs en son article 12.

³⁵ Revue mensuelle AMF, n°21 de janvier 2006, pages 5 à 14.

³⁶ Rapport annuel de l'AMF 2003, pages 42 et 43.

Cet article permet, en effet, aux États membres de ne pas imposer aux sociétés établies sur leur territoire l'application du principe de la compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser la mise en œuvre de défenses anti-OPA (article 9) et celui de la neutralisation, en période d'offre ou à l'issue de l'offre, des clauses restrictives de transferts de titres et de droits de vote, ainsi que des droits de vote multiple³⁷ (article 11).

Les États membres qui retiennent cette option doivent ouvrir à leurs sociétés la faculté d'appliquer ces principes sur une base volontaire, sous réserve d'y avoir été autorisées par les actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire, étant précisé que cette autorisation doit être renouvelée tous les dix-huit mois.

Enfin, quelle que soit leur décision d'appliquer ou non les principes posés aux dits articles, les États membres peuvent autoriser leurs sociétés à ne pas les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une offre lancée par une société (ou sa filiale) qui ne les appliquerait pas, en introduisant dans leur législation nationale une clause de réciprocité.

a) La mission confiée à Jean-François Lepetit par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

L'ensemble des options offertes par la directive aux États membres a conduit le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à confier, en novembre 2004, à Jean-François Lepetit, ancien Président de la COB et du CMF, la mission de constituer une commission chargée de réfléchir sur les différents choix et leurs conséquences dans la perspective de la transposition de la directive en France.

Cette commission, composée de Jean-Louis Beffa, Président-directeur général de la Compagnie de Saint-Gobain, de Gérard de la Martinière, Président de la FFSA³⁸ et de Dominique Schmidt, professeur agrégé des facultés de droit et avocat aux barreaux de Paris et de Strasbourg, s'est réuni pour la première fois en décembre 2004.

Jean-François Lepetit a présenté au Ministre, le 10 juin 2005, les orientations de la commission. Le rapport final³⁹ a été publié le 27 juin 2005. Il recommande la transposition de l'article 9, qui a selon lui des effets très proches du droit français actuel. Il déconseille en revanche l'application de l'article 11 qui constituerait une entrave forte à la liberté contractuelle et priverait investisseurs et entrepreneurs de la flexibilité nécessaire à un financement efficace de l'économie française. De plus, le droit français actuel offre d'ores et déjà en la matière des garanties fortes de transparence aux actionnaires. Il a estimé enfin nécessaire de subordonner l'application de l'article 9 à une

³⁷ À l'exclusion des droits de vote double à la française.

³⁸ Fédération française des sociétés d'assurance.

³⁹ Le rapport est consultable sur le site internet du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, [http : //www.minefi.gouv.fr](http://www.minefi.gouv.fr)

condition de réciprocité afin de garantir une égalité de compétition entre entreprises françaises et étrangères.

La loi sur les offres publiques d'acquisition adoptée le 31 mars 2006 suit dans ses grandes lignes la proposition de texte de transposition du rapport.

b) Le groupe de travail OPA mis en place par l'AMF

Un groupe de travail sur les offres publiques d'acquisition a été créé à l'initiative du Collège de l'Autorité des marchés financiers, en octobre 2005, dans le cadre de la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition (OPA). Il est présidé par Claire Favre et Dominique Hoenn, membres du Collège de l'AMF.

À la suite de l'adoption de la loi, il revient, en effet, à l'AMF de fixer dans son règlement général les mesures d'exécution de la directive. Les réflexions du groupe de travail ont porté sur les points qui sont les plus délicats à transposer, notamment lorsque plusieurs interprétations ou options sont possibles.

Concernant les mesures de défense (article 9), le débat a porté sur l'articulation entre la souveraineté légitime de l'assemblée générale des actionnaires et le respect des principes généraux régissant les offres, au premier rang desquels le libre jeu des offres et des surenchères dont l'AMF est le garant. Il existe en effet des interrogations sur le type de stratégies de défense qu'une société cible peut mettre en œuvre sur la base du droit interne et des limites du pouvoir de l'assemblée générale en période d'offre.

Une réflexion a également été menée sur la clause de réciprocité prévue à l'article 12 de la directive et la nature de la décision de l'AMF concernant une contestation sur l'équivalence des mesures de défense. Le groupe de travail a ainsi réfléchi aux informations à fournir *ex ante*. Dans le contexte d'une opération internationale, l'initiateur devrait faire, au moment du dépôt, une déclaration argumentée dans laquelle il précise s'il est ou non soumis à un droit des offres équivalent au droit français. En complément de cette information, l'appréciation du caractère équivalent des mesures devrait faire l'objet, au cas par cas, d'une décision de l'AMF, qui serait susceptible de faire l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris dans des délais brefs.

Il est aussi apparu important que le groupe de travail puisse donner son avis sur deux points du rapport sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante publié en avril 2005 :

- l'établissement d'une attestation d'équité par un expert indépendant, lorsqu'elle est obligatoire, doit-elle constituer un critère de recevabilité d'une offre publique ?
- la décision de recevabilité de l'AMF ne doit-elle, de ce fait, intervenir qu'après la publication du rapport de l'expert indépendant ?

Le groupe de travail a également travaillé sur les points suivants :

- les conditions de mise en œuvre de l'obligation de déclaration d'intention par toute personne qui prépare une OPA, obligation introduite par amendement au projet de loi sur les offres ;
- revoir les modalités d'une articulation entre les procédures héritées du CMF (décision de recevabilité) et de la COB (visa de la note d'information) qui avaient été simplement juxtaposées lors de la fusion COB/CMF et dans le règlement général publié en 2004.

Enfin, le groupe de travail a discuté de la question de l'introduction d'une faculté d'indemnisation en titres pour un retrait obligatoire réalisé dans le prolongement d'une offre publique. Le groupe de travail s'est prononcé favorablement à la double condition que la première offre ait eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres et que soit prévue une sortie en numéraire qui constituerait l'indemnisation des actionnaires qui ne se seraient pas manifestés.

Le groupe de travail devait examiner un projet de modification du règlement général qui sera soumis à consultation publique au premier semestre 2006.

3 Le groupe de travail sur l'analyse financière indépendante

Le groupe de travail, constitué par l'AMF en décembre 2004 et présidé par Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège de l'AMF, a publié mi-juillet 2005 son rapport intitulé « Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français »⁴⁰.

Le groupe de travail, composé de représentants de bureaux spécialisés en analyse financière, de dirigeants de sociétés de bourse et de sociétés de gestion pour compte de tiers, d'un représentant des entreprises de marché, d'un journaliste financier et de représentants d'associations professionnelles concernées par le sujet a établi un état des lieux en demi-teinte de l'analyse financière indépendante en France et a réalisé une étude sur les expériences étrangères en la matière.

Il a ensuite élaboré huit recommandations :

- l'établissement au plan réglementaire par l'AMF, d'une définition de l'analyse financière indépendante, à partir de ses paramètres juridiques, économiques et déontologiques ;
- l'enregistrement, direct ou indirect, par l'AMF, des analystes financiers indépendants, au travers, par exemple, d'une adhésion à une association professionnelle agréée ;

⁴⁰ Revue mensuelle AMF, n° 16 de juillet-août 2005, pages 44 à 79.

- l'affirmation du principe d'égalité d'accès à l'information financière auprès des sociétés cotées pour tout analyste enregistré et couvrant les valeurs concernées, qu'il soit *buy side*, *sell side* ou « indépendant » ;
- la production d'une analyse financière indépendante en parallèle à celle des syndicats bancaires impliqués dans la distribution des titres, lors des introductions en bourse, ou pour toute société cotée, lors d'une émission significative de titres de capital ou donnant accès au capital ;
- l'autorisation réglementaire de la commission de courtage à facturation « partagée », qui distingue la rémunération du service d'exécution de celle de l'analyse financière et permette de reverser la partie relative à l'analyse à un bureau indépendant ;
- la mise en place d'un système mutualisé de financement de la recherche par les sociétés cotées, petites ou moyennes, qui souhaitent y participer sur une base volontaire ;
- l'attribution d'une fonction d'arbitrage à l'AMF en cas de conflits entre analystes et sociétés cotées ou sociétés de bourse ;
- une coordination de la régulation de ce sujet au niveau européen.

Le rapport du groupe de travail a été soumis à consultation publique jusqu'au 30 septembre 2005. Une quinzaine de participants, comprenant notamment des associations professionnelles représentant les émetteurs, les analystes et les prestataires de services d'investissement ainsi qu'une agence de notation, des sociétés de gestion et un conseiller en introduction en bourse, a formulé des commentaires.

La synthèse de ces réponses a été publiée le 20 décembre 2005 sur le site internet de l'AMF⁴¹.

Dans le courant du premier semestre 2006, les services de l'AMF devraient rédiger et proposer des modifications du règlement général afin de pouvoir mettre en œuvre certaines des recommandations formulées par le groupe de travail. Certains sujets nécessiteront que les acteurs eux-mêmes soient parties prenantes à leur mise en œuvre, voire initient d'eux-mêmes le mouvement. Ainsi, l'AMF laissera le dialogue interprofessionnel se développer avant d'envisager des modifications de la réglementation concernant la mise en œuvre pratique et les aménagements réglementaires que nécessiterait l'application de la recommandation portant sur la distinction de la part de la rémunération allouée à l'exécution de celle affectée à l'analyse financière. Une approche de ce type est d'autant plus indispensable que, tant pour les intermédiaires que pour les sociétés de gestion, il est important de ne pas créer un cadre divergent de celui appliqué au Royaume-Uni, compte tenu du caractère international de leur activité.

Par ailleurs, certains acteurs du marché se proposent de jouer un rôle moteur dans la mise en place d'un système mutualisé de financement de la recherche

⁴¹ Revue mensuelle AMF, n° 21 de janvier 2006, pages 21 à 44.

et de créer un groupe de travail entre tous les intervenants concernés de la place pour définir des règles sur l'attribution des fonds, la définition de la prestation à effectuer, la manière dont ces prestations seraient suivies et jugées, les sanctions éventuelles. Une évaluation du coût et de la faisabilité de ce projet devrait cependant être préalablement effectuée.

4 Le groupe de travail sur l'éducation des épargnants

Les moyens d'action de l'AMF pour mener à bien sa mission de protection de l'investisseur reposent de plus en plus sur la mise à disposition du public de l'information pertinente pour apprécier les caractéristiques des placements proposés. Or ce mode de régulation est d'autant plus efficace que les investisseurs sont mieux à même de comprendre l'information qui leur est donnée : le niveau d'éducation des investisseurs devient donc un paramètre capital pour assurer une bonne régulation des marchés financiers. De plus, les épargnants sont confrontés à des produits de plus en plus sophistiqués, et appelés de manière croissante à prendre personnellement la responsabilité de leurs choix d'investissement.

Dans ce contexte, un groupe de travail coprésidé par Jean-Claude Mothié et Claire Favre, membres du Collège de l'AMF, s'est réuni à partir de la fin de l'année 2004 pour formuler des recommandations en matière d'éducation des épargnants. Composé de représentants des investisseurs, des producteurs, des associations, des organismes et des administrations intéressées⁴², il a rendu ses conclusions en mai 2005⁴³.

Le groupe a constaté que si les Français sont incités à développer leur épargne longue, leur éducation en matière de produits financiers est aujourd'hui insuffisante pour leur permettre de faire face sereinement à leurs responsabilités. L'offre existante de formation et d'information est certes significative, mais elle est peu adaptée à un besoin massif, même s'il n'est pas toujours formulé. Aussi, le groupe de travail a-t-il estimé nécessaire de définir une politique globale en faveur du développement de la culture économique et financière des Français. Cette politique doit viser à donner à chacun les éléments d'information de base pour faire ses choix d'épargne en connaissance de cause. Cette nécessité a depuis été réaffirmée par l'OCDE⁴⁴.

⁴² Ce groupe de travail était composé d'une vingtaine de représentants issus des institutions suivantes : Assemblée des chambres françaises de commerce et d'industrie (ACFCI), Association française des entreprises d'investissement (AFEI), Association française de la gestion financière (AFG), Association pour la promotion de l'actionnariat individuel (APAI), Banque de France, Chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP), Comité consultatif du secteur financier (CCSF), Comité d'investisseurs particuliers, Euronext - L'École de la Bourse, Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER), Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS), Fédération bancaire française (FBF), Fédération française des clubs d'investissement (FFCI), Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA), Cercle de liaison des informateurs financiers français (CLIFF), Institut national de la consommation (INC), Jean Pierre Gaillard (journaliste), ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, ministère de l'Éducation Nationale, ministère du Travail, Paris Europlace, Société française des analystes financiers (SFAF).

⁴³ Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005, pages 22 à 48.

⁴⁴ Le Conseil de l'OCDE a voté en juillet 2005 une recommandation visant à promouvoir la sensibilisation et l'éducation financière dans les pays membres.

Pour mener à bien ce mandat, le groupe de travail recommande la création d'un institut indépendant dédié à cette mission, qui aurait pour objet de fédérer des énergies aujourd'hui dispersées. Ses axes d'intervention seraient les suivants :

- élaborer et organiser des campagnes d'information du public à grande échelle en mobilisant les médias et les réseaux de distribution ;
- promouvoir, orienter, fédérer et garantir la qualité des formations à destination du grand public ;
- assurer une fonction de recherche et de concertation au niveau international sur les besoins des investisseurs et l'impact des mesures possibles afin de mieux orienter les actions menées.

Il ne s'agirait donc pas, sauf exception qui serait motivée par l'absence de réponse ponctuelle à la demande de formation, d'une structure qui dispenserait elle-même des formations. Il s'agit en revanche d'un changement d'échelle dans l'éducation des épargnants, qui doit emprunter les points de passage, de l'école à l'agence bancaire en passant par le lieu de travail, pour délivrer l'information nécessaire dans un format susceptible de toucher les publics concernés.

Les actions de l'institut devraient être conduites dans le respect des principes fondamentaux d'objectivité, de neutralité et de libre concurrence entre les prestataires. Cette structure devrait rassembler tous les partenaires publics ou privés déjà actifs dans l'information et la formation des épargnants, et être financée par les participants du groupe de travail, et donc notamment par les pouvoirs publics.

Au cours du premier trimestre 2006, Philippe Herzog, ancien député européen, membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre, professeur des universités, a accepté la présidence de l'institut dont le conseil d'administration devrait rassembler des représentants du secteur commercial et financier, de l'université, des médias, des associations d'épargnants, d'actionnaires et salariés actionnaires, et des personnalités qualifiées de l'Éducation nationale.

5 Le groupe de travail pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France

La loi sur les nouvelles régulations économiques de 2001 a levé différentes barrières à l'exercice par les actionnaires de leurs droits de vote aux assemblées générales. Toutefois, les parties prenantes dans le processus de vote (émetteurs, actionnaires individuels, investisseurs, intermédiaires) subissent encore des contraintes techniques et juridiques lourdes et coûteuses lors du processus de vote. Ces difficultés pratiques sont devenues récemment plus sensibles à l'approche de deux échéances en matière de réglementation nationale ou communautaire :

- l'année 2005 est le premier exercice d'application des dispositions du règlement général de l'AMF au titre duquel les sociétés de gestion doivent

rendre compte de l'exercice des droits de vote détenus à l'actif des OPCVM qu'elles gèrent ;

- la Commission européenne après avoir lancé une série de consultations publiques sur le vote transfrontière, a présenté le 10 janvier 2006 une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés ayant leur siège statutaire dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE.

Afin d'éclairer sa propre réflexion, de mieux mesurer les enjeux financiers associés au processus de vote et de promouvoir l'exercice du droit de vote par les actionnaires, le Collège de l'AMF a souhaité, en concertation avec la place, procéder à une analyse approfondie de ce sujet et a chargé Yves Mansion, membre du Collège, de constituer un groupe de travail composé de personnalités qualifiées en la matière.

Le rapport⁴⁵ du groupe de travail a été présenté au Collège de l'AMF en septembre 2005 puis soumis à consultation publique du 15 septembre au 15 octobre 2005.

Le groupe de travail a bénéficié de la participation active et de l'expérience concrète de l'ensemble des parties intéressées au processus du vote : émetteurs de tailles diverses, et leurs associations, associations d'actionnaires, banquiers dépositaires ou centralisateurs, analystes, *proxy providers*, investisseurs professionnels et gérants institutionnels, intermédiaires spécialisés.

La méthode de travail retenue a permis d'analyser chacune des nombreuses étapes du processus de vote depuis la convocation de l'AG jusqu'à la diffusion de ses résultats. Pour chacun des obstacles ou des freins à l'exercice réel du droit de vote qui ont été relevés, le groupe a recherché des voies d'amélioration en privilégiant systématiquement l'obtention du consensus des parties sur les recommandations utiles.

Le rapport fait une série de 24 recommandations fondées sur quatre principes directeurs : accessibilité de l'information, qualité du déroulement de l'assemblée, suppression d'obstacles à l'expression du vote à distance, responsabilité des investisseurs.

– Améliorer l'accessibilité de l'information :

- avant l'assemblée, les émetteurs devraient mettre en ligne sur leur site internet la documentation relative à l'assemblée générale telle qu'elle est simultanément publiée au BALO ;
- l'exposé des motifs et les résolutions devraient être rédigés de manière pédagogique et être accompagnés d'un résumé pour chacune d'entre elles ;

- en complément de la langue française, l'utilisation de la langue anglaise doit être encouragée – sans toutefois être rendue obligatoire – de façon à faciliter l'accès des non-résidents ;
 - après l'assemblée, les résultats des votes devraient être disponibles dans les jours qui suivent l'assemblée sur le site internet de l'émetteur et indiquer le détail des votes exprimés sur chaque résolution ; un compte rendu de la réunion de l'assemblée devrait être disponible dans les trois mois ;
 - tout actionnaire qui en fait la demande devrait pouvoir recevoir confirmation de la prise en compte de son vote.
- Assurer la qualité du déroulement de l'assemblée générale :
- afin d'améliorer le fonctionnement des assemblées générales, le groupe de travail préconise : de distinguer l'abstention du vote négatif ou positif, de mieux organiser le processus des questions écrites grâce à l'instauration d'un délai de réception avant la réunion et d'encourager les réponses synthétiques et regroupées par thème ;
 - afin d'améliorer le contrôle du déroulement de l'assemblée, le groupe recommande que le bureau de l'assemblée organise son travail en s'inspirant du *vade-mecum* établi par l'AFEP et que les sociétés offrant un service de boîtier électronique s'accordent sur un cahier des charges technique commun.
- Supprimer certains obstacles à l'expression du vote à distance :
- le groupe recommande l'abandon de l'obligation d'immobilisation des titres et l'adoption d'un système de date d'enregistrement des droits de vote (*record date*) aussi proche que possible de la date de l'assemblée. C'est la plus novatrice des recommandations du rapport. En effet, le système français actuel de l'immobilisation des titres, même révoquant, est ressenti comme un frein à l'expression des actionnaires. Le groupe recommande l'adoption d'un système de « date d'enregistrement » ou *record date*. Il est important que cette « date d'enregistrement » soit aussi proche que possible de la date de l'assemblée pour éviter que des actionnaires admis à voter n'aient plus cette qualité au jour de l'assemblée. La réforme récente fixant le transfert de propriété à la date de règlement-livraison permet de retenir une date d'enregistrement à J-3 avant l'assemblée générale,
 - afin de favoriser le vote à distance par internet avant l'assemblée générale, le groupe recommande un assouplissement des conditions juridiques liées à la signature électronique et l'élaboration d'une architecture technique par la place.
- Encadrer la responsabilité des investisseurs :
- le groupe constate la nécessité de mieux encadrer l'appel public à mandat par la mise en place d'une procédure de déclaration des démarches de sollicitation de mandat, un contrôle de l'information communiquée aux actionnaires sollicités (notamment sur les objectifs du mandat) et une plus grande transparence sur les modalités d'exécution du mandat ;

- le groupe préconise de clarifier le statut et l'activité des sociétés spécialisées dans la gestion des droits de vote (*proxy voting providers*) ;
- s'agissant du prêt-emprunt de titres, le groupe de travail estime qu'il serait souhaitable que les gérants rapatrient avant l'assemblée générale les titres prêtés.

La synthèse des réponses à la consultation publique, qui a été publiée⁴⁶ sur le site internet de l'AMF le 16 décembre 2005, permet de constater que l'ensemble des recommandations du rapport a été favorablement accueilli, même si certains acteurs du processus expriment leur souhait d'aller bien au-delà du consensus sur certains points qui les concernent plus particulièrement.

La mise en œuvre de quelques propositions du groupe de travail a été engagée : l'assouplissement des conditions de validité de la signature électronique et l'instauration de nullités facultatives relatives aux assemblées générales, l'abandon de l'immobilisation des titres au profit du système de *record date*, l'encadrement de l'appel public à mandat, les méthodes de diffusion électronique de l'information *pré* et *post* assemblées générales par les émetteurs et les teneurs de compte-conservateurs.

Les conclusions du rapport ont été présentées à la Commission européenne en décembre 2005 dans le cadre du projet de directive européenne sur l'exercice du droit de vote par les actionnaires.

6 Le groupe de travail sur les dépositaires

Le code monétaire et financier confie au dépositaire la conservation des actifs des OPCVM et le contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion. Il renvoie au règlement général de l'AMF pour la définition des conditions d'exercice de l'activité de dépositaire.

Cette définition est par ailleurs rendue nécessaire par :

- l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre au sein des OPCVM, évolution qui soulève des questions tant sur le périmètre d'intervention du dépositaire s'agissant d'actifs dont il ne peut toujours assurer la tenue de compte que sur son activité de contrôle ;
- le constat fait par l'AMF de l'hétérogénéité des pratiques en matière tant de tenue de compte que d'exercice de la fonction dépositaire ;
- le développement de l'architecture ouverte, qui soulève la question des modalités de tenue du passif des OPCVM, fonction souvent exercée par le dépositaire.

Ces différents éléments ont amené l'AMF à créer un groupe de travail rassemblant les principales associations professionnelles, des dépositaires et des sociétés de gestion. Ce groupe de travail doit proposer au Collège de

⁴⁶ Revue mensuelle AMF, n° 21 de janvier 2006 pages 15 à 20.

l'AMF un cadre réglementaire tenant compte des éléments. Ces propositions feront l'objet d'une consultation publique au cours de l'année 2006.

7 Le groupe de travail sur le référentiel de contrôle interne

Comme annoncé en janvier 2005, lors de la présentation de son premier rapport⁴⁷ sur les informations publiées par les émetteurs faisant appel public à l'épargne relatives aux conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration ou de surveillance ainsi qu'aux procédures de contrôle interne, l'AMF a confié à un groupe de travail d'une vingtaine de membres, coprésidé par Jean Cédelle et Guillaume Gasztowtt, et composé des associations représentant des entreprises (AFEP, MEDEF, IFACI, ANSA, AMRAE, Middledext) des institutions comptables (CNCC, CSOEC, etc.) et de personnalités qualifiées, le choix et l'adaptation d'un référentiel de contrôle interne à l'usage des sociétés françaises soumises aux obligations prévues par la loi.

Ce groupe de travail de place a ainsi pour mission d'établir une position commune entre émetteurs, régulateur et auditeurs sur ce sujet et de publier un référentiel qui devrait constituer un outil de gestion au service des entreprises faisant appel public à l'épargne et pourrait également, en parallèle, contribuer à une plus grande homogénéité des rapports des présidents sur le contrôle interne, afin d'en faciliter la lecture pour les investisseurs.

Les travaux du groupe de travail s'inscrivent dans une démarche compatible avec les directives européennes et cohérente avec le référentiel COSO⁴⁸, notamment au niveau des composantes du contrôle interne même si l'on ne retrouve pas à l'identique la terminologie utilisée par le référentiel américain.

La première réunion de ce groupe de travail s'est tenue au mois de mai 2005. Le groupe de travail se réunit selon un rythme mensuel voire bimensuel.

8 Le groupe de travail sur les prévisions

L'Autorité des marchés financiers, en concertation avec la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et l'AFEP/MEDEF, a constitué un groupe de travail chargé d'analyser les difficultés d'interprétation de la définition des prévisions et tendances figurant dans le règlement européen n° 809/2004 de la Commission européenne du 29 avril 2004, pris en application de la directive Prospectus, qui régit, depuis le 1^{er} juillet 2005, l'information à présenter dans un prospectus.

Pour la première fois, une définition réglementaire de l'information prévisionnelle est donnée à travers la notion de prévision de bénéfice qui

⁴⁷ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 43 à 78.

⁴⁸ Document américain publié en 1992 et intitulé « Internal Control – Integrated Framework », plus connu sous l'appellation de COSO acronyme de « Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission ».

est décrite⁴⁹ comme une « séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimal ou maximal correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot «bénéfice» employé ».

Jusqu'alors, seul le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit⁵⁰ sur les avertissements sur résultats avait défini, en 2000, cette notion de prévision. Avec l'entrée en vigueur du règlement européen, une nouvelle logique prévaut et il convient d'en apprécier la portée sachant que désormais la notion de prévision se distingue de la notion de tendance et s'accompagne de l'établissement d'un rapport des commissaires aux comptes.

Afin d'aider les émetteurs dans leur approche de cette nouvelle définition des prévisions, le groupe de travail a proposé une grille de lecture afin d'éclaircir certaines des difficultés d'interprétation.

9 Participation de l'AMF à la mission confiée à Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers

Le 6 avril 2005, Thierry Breton, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie avait confié à Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège de l'AMF et ancien président de la Commission de contrôle des assurances, une mission dont l'objectif était de « *prévenir les risques de commercialisation abusive [des produits financiers] et tendre vers une organisation harmonisée et cohérente de [leur] commercialisation* ». Il s'agissait de se placer du point de vue de l'épargnant, en lui permettant de faire un choix éclairé, et d'améliorer ainsi l'allocation de son épargne.

Jacques Delmas-Marsalet a remis son rapport à Thierry Breton le 21 novembre 2005. Le rapport formule six grandes recommandations tendant à assurer une meilleure pertinence de l'information communiquée aux épargnants et une prestation de conseil à la fois adaptée et impartiale. Ainsi, il s'agit :

- d'assurer une information plus pertinente sur les produits ;
- de mieux cibler la commercialisation des produits d'épargne dans les réseaux ;
- de fournir un conseil adapté ;
- de préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil ;
- de mieux responsabiliser les acteurs ;
- et d'améliorer le service après-vente.

⁴⁹ Art 2 §10 du règlement européen 809/2004.

⁵⁰ Rapport disponible sur le site internet de l'AMF, [http : //www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

Le rapport décline ces six recommandations en vingt-cinq plus précises. Pour leur mise en œuvre, le rapport propose, à côté de mesures législatives ou réglementaires en nombre limité, de privilégier l'inscription des règles préconisées dans des codes de conduite qui seraient élaborés par les associations représentatives des professions concernées et soumis, à leur initiative, à l'approbation des pouvoirs publics.

Afin de mener à bien ce travail, Jacques Delmas-Marsalet s'était appuyé sur les analyses d'un groupe de travail composé de la Direction générale du Trésor et de la politique économique, du Comité consultatif du secteur financier et des trois autorités indépendantes chargées de la régulation ou du contrôle du secteur financier (Autorité des marchés financiers, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles et Commission bancaire) ainsi que sur une série de consultations d'établissements du secteur financier, d'associations professionnelles, d'associations de consommateurs et de personnalités qualifiées. L'AMF a assuré le secrétariat de la mission tandis que les différentes directions de l'AMF ont eu l'occasion de faire partager leurs analyses lors des onze séances du groupe de travail qui se sont déroulées du mois d'avril au mois de septembre 2005.

Le conseil scientifique

Au cours de l'année écoulée, le conseil scientifique de l'AMF s'est réuni, comme prévu lors de sa création, à trois reprises⁵¹.

La première séance de l'année, qui s'est tenue en mars, a été consacrée pour l'essentiel à une analyse des évolutions à long terme du prix des actifs financiers. Plus précisément, les études présentées ont eu pour objet de s'interroger sur le rôle des facteurs démographiques comme déterminants des cours boursiers (intervention de Patrick Artus, d'IXIS CIB), ou encore sur l'existence de corrélations entre le cours des actions et les taux d'intérêt (Michel Aglietta, du CEPII⁵², et Laurent Berrebi, de Groupama Asset Management). Parmi les nombreux résultats présentés, on retiendra que la démographie semble être un facteur non négligeable des comportements d'épargne et que, ce faisant, elle est susceptible d'influencer le prix des actifs financiers. On retiendra également que la nature de la corrélation entre le prix des actions et celui des obligations dépend à long terme du contexte plus ou moins inflationniste des économies concernées.

Au cours de la séance d'été, l'attention s'est focalisée sur l'importance de l'anonymat dans les transactions boursières (Thierry Foucault, d'HEC), ainsi que sur le rôle des investisseurs institutionnels dans le gouvernement des entreprises (Dominique Plihon, de l'Université de Paris XIII). Sur le premier point, l'étude présentée tend à démontrer que le passage par Euronext à la règle de l'anonymat en avril 2001 s'est accompagné d'une réduction des coûts

⁵¹ Rapport annuel AMF 2004, page 216.

⁵² Centre d'études prospectives et d'informations internationales.

de transaction. Sur le second point, les discussions ont porté sur l'émergence en Europe continentale d'un modèle de gouvernement d'entreprise inspiré du modèle anglo-saxon, souvent qualifié de *Shareholder value*, et sur ses conséquences pour la gestion des entreprises.

La dernière séance de l'année a été consacrée à l'épargne longue. Michel Boutillier et Valérie Oheix, de l'Université de Nanterre, ont présenté une étude visant à mettre en évidence, d'une part la composition de l'épargne des ménages en Europe et aux États-Unis, d'autre part l'utilisation qui est faite de cette épargne par les intermédiaires financiers. Il ressort notamment de leur analyse que les ménages d'Europe continentale sont encore largement sous-investis en actions relativement à leurs homologues anglo-saxons. L'équipe de recherche de l'EDHEC (Noël Amenc, Daniel Haguët, Jean François Lepetit et Lionel Martellini) a par ailleurs présenté ses réflexions sur la spécificité de la gestion de fonds d'épargne retraite. En particulier, l'accent a été mis sur les implications de l'horizon très long de gestion pour les choix d'allocation des portefeuilles (actions *versus* obligations).

Composition du conseil scientifique :

Michel Aglietta (Université de Paris-X Nanterre), Michel Albouy (Université Grenoble PMF – ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (IXIS-CIB), Christian de Boissieu (Université Paris – I), François Champarnaud (Agence des participations de l'État) ; Patricia Charlety (professeur, ESSEC) ; Jean-Michel Charpin (INSEE) ; Olivier Davanne (associé DPA Conseil) ; Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Édith Ginglinger (Université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (Université Paris IX et ENSAE), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean François Lepetit (Administrateur, BNP Paribas), François-Serge Lhabitant (Union Bancaire Privée), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orléan (CNRS), Olivier Pastré (Université Paris-VIII, GP Banque), Benn Steil (Council on Foreign Relations), Marc-Olivier Strauss-Kahn (Banque de France), Xavier Vives (INSEAD).

B Les actions pédagogiques et l'information du public

A Les actions pédagogiques

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs en assurant un rôle pédagogique. Elle a également un rôle actif en matière d'information du marché sur les évolutions réglementaires. Pour ce faire l'AMF met à la disposition des investisseurs, des épargnants particuliers et des professionnels un certain nombre d'outils tels que son site internet, des publications pédagogiques sous forme de fiches, livrets et de « foires aux questions », la publication d'une revue mensuelle, etc. Parmi les nouveautés

2005, l'AMF a publié des brochures sur le démarchage et sur l'épargne salariale ; elle a également lancé une lettre⁵³ trimestrielle présentant les principales données de conjoncture économique et financière et dans laquelle le lecteur retrouve des études et analyses de fond sur les marchés financiers.

Au cours de l'année 2005 et en raison d'un calendrier de transposition des directives européennes chargé, l'AMF a particulièrement renforcé son action d'information auprès des professionnels. Toute une série d'actions pédagogiques sur la transposition des directives européennes a été mise en place parmi lesquelles :

- l'organisation de réunions d'information sur la transposition de la directive prospectus ;
- la rédaction d'un guide semestriel d'information relatif aux directives européennes intitulé « La régulation française dans la future Europe financière »⁵⁴. Dans un contexte de construction du marché unique européen des services financiers, il est en effet apparu utile à l'Autorité de synthétiser dans un document unique les prochaines échéances réglementaires en matière de transposition des directives européennes. Cette brochure s'articule autour d'un tableau récapitulatif des nouveaux ou futurs textes européens, un calendrier prévisionnel de transposition en droit français, une série de synthèses sur les principales directives financières récemment adoptées ou en cours de transposition ainsi que des synthèses des nouvelles initiatives de la Commission européenne. À ce document sont joints quatre profils : sociétés cotées, prestataires de services d'investissement, sociétés de gestion, conseillers en investissements financiers/démarcheurs, regroupant l'ensemble des directives les concernant en cours de transposition en droit français ainsi que les nouvelles mesures en cours de discussion,
- le lancement d'une lettre trimestrielle sur la régulation financière.

Le régulateur organise également chaque année des rencontres avec les professionnels de la place tels que :

- les Entretiens de l'AMF⁵⁵, dont le thème retenu en 2005 était « Contrôle, Transparence, Gouvernance, jusqu'où aller ? » ;
- la Journée d'information des RCSI⁵⁶ ;
- des conférences à destination de la presse et des professionnels pour expliquer les évolutions réglementaires et les innovations en matière de régulation financière.

Pour répondre aux différentes questions que peuvent se poser les épargnants et les professionnels, l'AMF met également à la disposition du public la

⁵³ Pour s'abonner à la Lettre économique et financière se connecter au site internet <http://www.amf-france.org> et cliquer sur la page d'accueil sur Abonnement.

⁵⁴ Ce document téléchargeable est en libre consultation sur le site de l'AMF <http://www.amf-france.org>.

⁵⁵ L'intégralité des documents diffusés à cette occasion est consultable à partir du site internet <http://www.amf-france.org>

⁵⁶ Responsable du contrôle des services d'investissement.

permanence téléphonique⁵⁷ de son centre de documentation ainsi que celle de la médiation.

Par ailleurs, des représentants de l'AMF participent à de nombreuses manifestations et débats publics en France et à l'étranger : forum, salons, colloques⁵⁸.

Enfin, elle dispose également d'un réseau décentralisé dans les régions via les délégations régionales de la Banque de France où les personnes peuvent venir se procurer des publications et informations relatives à l'AMF et ses missions.

B Les alertes des régulateurs

La protection des investisseurs passe notamment par leur mise en garde lorsque l'AMF et ses homologues détectent l'offre de services ou produits financiers contraires aux lois et règlements.

1 Les alertes de l'AMF

De façon générale, l'Autorité des marchés financiers rappelle aux investisseurs résidant en France la nécessité de faire preuve de la plus grande prudence face à des produits ou des services financiers proposés par des sociétés inconnues, soit sur des sites internet, soit à l'occasion de courriers électroniques non sollicités (*spam*) ou encore de courriers postaux envoyés à votre domicile.

En effet, les personnes qui seraient tentées d'investir dans des produits ou placements financiers n'ayant pas été autorisés à être commercialisés en France, ne sont pas protégées et les recours à leur disposition se révèlent restreints.

L'AMF rappelle aussi aux investisseurs l'importance de vérifier, avant de prendre une décision, que la société qui propose un produit est bien agréée, tout comme le produit proposé. Pour cela, la base OPCVM Geco, consultable sur le site internet de l'AMF, est à leur disposition pour vérifier l'agrément d'une société de gestion ou d'un produit.

Si l'investisseur est sollicité par un autre prestataire de services d'investissement (entreprise d'investissement, établissement de crédit, etc.), il peut vérifier son agrément auprès du CECEI.

L'AMF met en garde les investisseurs contre les cas d'arnaques les plus fréquentes, en en présentant les grands principes sur son site⁵⁹, parmi lesquelles :

- « La filière nigériane » ;
- « Félicitations, vous avez gagné le gros lot ! » ;

⁵⁷ Permanence téléphonique : 01 53 45 62 00 du lundi au jeudi de 9h30 à 12h30 et de 14h30 à 16h30.

⁵⁸ 126 participations en 2005.

⁵⁹ Rubrique : Espace de l'épargnant > Alerte !

- « Des perspectives de carrière intéressantes » ;
- « Le *phishing*⁶⁰ » ;
- « Le programme d'investissement à haut rendement » ;
- « Conseils d'investissement portant sur des sociétés américaines et diffusés par courriers électroniques ».

L'AMF explique sur son site le fonctionnement de ces différents types d'arnaques et les moyens de s'en prémunir.

Par ailleurs, l'AMF diffuse des communiqués de presse mettant en garde les investisseurs français dès lors qu'elle a connaissance de propositions de commercialisation de produits ou services non autorisés ou de démarchages par des personnes non habilitées à le faire. Ainsi, entre 2004 et 2005, à la suite de plaintes adressées au service de la médiation ou détectées par le service de la surveillance, l'AMF a enquêté sur 11 cas d'offres de produits et services irréguliers qui ont donné lieu à un communiqué et à transmission à la justice.

2 Les alertes des régulateurs européens

Dans le cadre de la coopération des membres du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) en matière de surveillance des marchés, l'Autorité des marchés financiers reçoit régulièrement de la part de ses homologues des mises en garde adressées au public concernant des personnes proposant des services d'investissement alors qu'elles ne sont pas autorisées à le faire, ou proposant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur. L'Autorité des marchés financiers a décidé de relayer sur son site internet l'ensemble de ces messages en publiant les alertes de ses homologues membres de CESR.

En 2005, l'AMF a ainsi relayé 63 communiqués sur son site internet⁶¹.

C Le site internet

L'AMF met à la disposition du public sur son site internet :

- des guides pédagogiques expliquant le fonctionnement des marchés financiers, les différents produits et les règles d'or à respecter pour pouvoir gérer au mieux son épargne (Accueil AMF > Publications) ;
- une base de données rassemblant les documents d'information diffusés sous le contrôle de l'AMF par les sociétés cotées (Accueil AMF > Décisions&informations financières) ;
- la liste des OPCVM agréés par l'AMF, assortie de leurs prospectus et des valeurs liquidatives (Accueil AMF > OPCVM&produits d'épargne).

⁶⁰ *Phishing* : Forme de piratage des données personnelles et bancaires principalement. Ce terme vient de la contraction des termes anglais « fishing » (pêche) et « phreaking » (piratage téléphonique).

⁶¹ Rubrique : Espace de l'épargnant > Alerte !

Le site internet de l'AMF remplit deux fonctions majeures :

- rendre l'information plus accessible à l'internaute, notamment l'épargnant,
- rendre la navigation plus agréable et plus intuitive.

Des entrées par profil d'internaute :

L'épargnant dispose, depuis la page d'accueil, d'un accès direct et simplifié aux informations le concernant (conseils pratiques, mises en garde, guides pédagogiques, informations sur le service de médiation, etc.), ainsi qu'un lien avec l'Espace de l'épargnant, au sein duquel sont réunies toutes les informations disponibles sur le site intéressant l'épargnant.

Le professionnel peut choisir, dès la page d'accueil, de n'avoir accès qu'à l'information utile pour exercer son activité qu'il soit émetteur, prestataire ou responsable du contrôle des services d'investissement/déontologue.

Les rubriques en ligne :

Les rubriques traditionnelles : « présentation », « médiateur », « textes de référence », « communiqués de presse », « publications », « décisions et informations financières », « OPCVM et produits d'épargne », « sanctions » et « international » sont accessibles depuis chaque page du site général.

La rubrique « prestataires » permet de trouver une description des principaux prestataires de services d'investissement, teneurs de compte-conservateurs, participants aux systèmes de règlement-livraison, ainsi qu'un accès aux listes : des sociétés de gestion agréées, des autres prestataires de services d'investissement agréés et des participants aux systèmes de règlement-livraison.

Parmi les autres rubriques accessibles depuis la page d'accueil :

« Consultations » : où sont publiées, classées thématiquement, les consultations ainsi que les synthèses des réponses des consultations lancées par l'AMF.

« CIF et démarcheurs » : qui donne accès à une description de ces nouveaux statuts et qui permet d'accéder au fichier répertoriant d'une part les démarcheurs financiers et d'autre part les CIF et associations agréées par l'AMF.

Les listes de diffusion :

Elles permettent aux internautes de s'abonner aux mises en ligne de nouvelles informations sur le site.

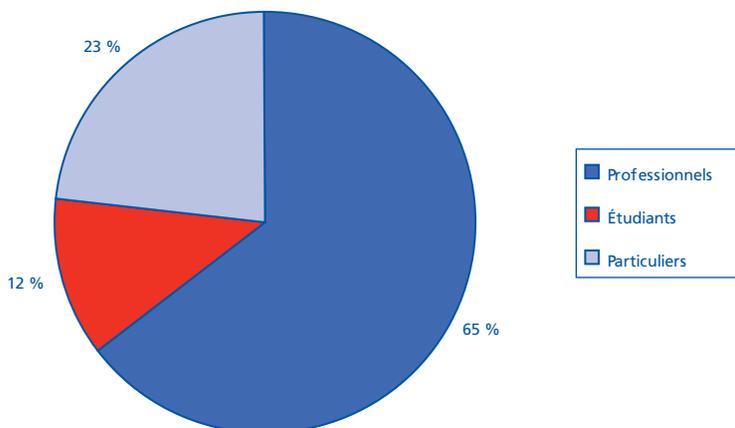
Enfin, le site internet de l'AMF est également disponible en anglais.

D Le centre de documentation et d'information du public

Le centre de documentation et d'information (CDI) du public renseigne toute personne quel que soit son statut (professionnel, étudiant ou particulier), ayant besoin de faire une recherche sur les domaines d'activité de l'AMF, sur les sociétés cotées et sur les marchés réglementés français.

Graphique 5

Répartition par types de demandeurs



Source : AMF

1 La mission du centre

En sus de son rôle interne, le centre de documentation a pour fonction de répondre aux demandes d'information formulées par téléphone, par courriel ou par courrier et de recevoir sur rendez-vous les personnes recherchant des informations non accessibles sur le site internet de l'AMF (ancienne réglementation, archives COB et CMF, historique des prospectus visés par la COB avant 1999 et non disponibles en ligne, etc.).

Le centre de documentation réoriente au besoin certaines personnes sur les services opérationnels de l'AMF et sur les permanences spécialisées de la direction des affaires juridiques et de la médiation.

2 Les services offerts

Le centre de documentation aide le public dans la recherche de réglementations boursières et d'informations sur les marchés financiers. Il peut également fournir des renseignements tels que des coordonnées d'organismes ou de sites internet. Le cas échéant, le CDI réoriente vers des centres de documentation extérieurs spécialisés. L'envoi de bibliographies (références d'articles de revues et d'ouvrages) sur des thèmes relevant du domaine financier aide les étudiants dans la rédaction de leur mémoire ou les professionnels dans l'exercice de leur activité. Sur demande, des documents (notes d'information, avis divers, valeurs liquidatives d'OPCVM, cours de bourse et brochures pédagogiques) peuvent être transmis par courriel, fax ou courrier, tous ses interlocuteurs n'ayant pas d'accès à internet.

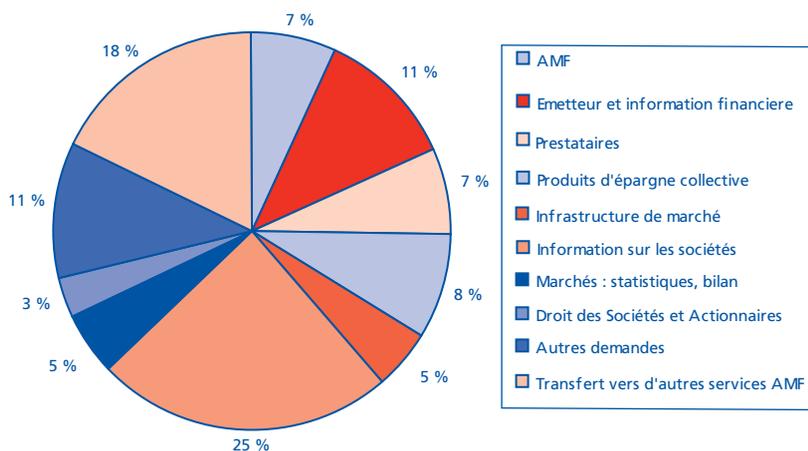
Pour les internautes éprouvant des difficultés à trouver des réponses à leurs questions, le CDI fournit une aide pédagogique sur l'utilisation du site internet de l'Autorité.

En 2005, le centre de documentation a répondu à 4 423 demandes téléphoniques soit une augmentation de 16 % par rapport à 2004. Ont été traités 1 655 courriels et 20 courriers, chiffres relativement stables par rapport à 2004. Ces prestations (réponses téléphoniques et courriels) permettent aux interlocuteurs de joindre le CDI quels que soient l'heure et leur lieu de résidence.

Les principaux documents consultés sur place sont les prospectus et notes d'information visés entre 1968 et 1999 et non disponibles en texte intégral sur le site internet de l'AMF. Ils sont consultables soit sur microfiche soit sous format électronique.

Graphique 6

Répartition thématique des demandes de renseignements traitées par le CDI en 2005



Source AMF

En complément du service de la médiation et du centre de documentation, la direction des affaires juridiques répond aux demandes de consultations émanant des professionnels adressées essentiellement par courrier électronique. Elle assure également une permanence téléphonique dans le cadre de laquelle 1 324 appels émanant de professionnels ont été traités au cours de l'année 2005.

E La coopération avec la Banque de France

1 Le contrôle des PSI

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont très étroites. Elles se traduisent d'abord par des participations croisées. Un représentant du gouverneur de la Banque de France siège au collège de l'AMF. À l'inverse, le Président de l'AMF est membre du Comité des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (CECEI). La collaboration entre services, en particulier avec la Commission bancaire, est ancienne dans les domaines de l'information financière du secteur bancaire. Elle s'appuie sur des échanges de rapports ou de points de vue, sur des détachements réciproques d'équipes spécialisées ou d'agents. Les échanges d'information se font dans le cadre d'un secret partagé prévu par la loi.

Enfin, dans le cadre de la réforme du démarchage, un fichier des démarcheurs centralisé⁶² tenu conjointement par le Comité des entreprises d'assurances (CEA), le CECEI et l'AMF a été créé ; il est géré par la Banque de France.

2 La représentation régionale de l'AMF

La coopération régionale est tout aussi importante. Les directeurs régionaux de la Banque sont délégués régionaux de l'AMF (et auparavant de la COB depuis 1991), en vertu d'une nouvelle convention signée en 2005.

Dans le cadre de la région où ils exercent la fonction de directeur régional de la Banque de France, les délégués régionaux participent aux missions de l'AMF, dans les limites des activités que celle-ci peut leur déléguer en matière :

- d'information financière. Le délégué régional est le correspondant de l'AMF pour tout ce qui concerne l'information périodique et permanente des sociétés dans son périmètre d'activité. Il alerte notamment l'AMF en cas de difficultés rencontrées par les sociétés implantées dans sa région. Enfin, il est systématiquement consulté en cas d'introduction en bourse d'une nouvelle société localisée dans la zone géographique couverte par sa délégation ;
- de surveillance des activités de démarchage portant sur des instruments financiers, de conseil en investissements financiers et de la commercialisation des services d'investissement ;
- de surveillance du marché ;
- de traitement des questions et réclamations des investisseurs non professionnels. À ce titre, il les transmet au service de la médiation sans les traiter. Le cas échéant, il oriente les investisseurs vers l'administration ou l'organisme compétent lorsque la demande ne relève pas de la compétence de l'AMF.

⁶² [http : //www.demarcheurs-financiers.fr](http://www.demarcheurs-financiers.fr)

Plusieurs délégations régionales de la Banque de France disposent également d'un centre de documentation ouvert au public. Elles mettent à disposition, pour consultation sur place, les publications de l'institution et souvent des informations sur les sociétés cotées.

Liste des centres de documentation des délégations de la Banque de France

AMIENS	03 22 82 28 00
CAEN	02 31 38 33 00
CHÂLON-SUR-MARNE	03 26 66 71 00
DIJON	03 80 40 41 41
LILLE	03 20 40 47 47
LIMOGES	05 55 11 53 00
LYON	04 72 41 25 25
MARSEILLE	04 91 04 10 10
METZ	03 87 39 94 00
NANTES	02 40 12 53 53
ORLÉANS	02 38 77 78 78
RENNES	02 99 25 12 12
TOULOUSE	05 61 61 35 35

Par ailleurs, le délégué régional, à la demande du Président de l'AMF, représente celui-ci dans les manifestations régionales qui intéressent le marché financier.

Une réunion annuelle des délégués régionaux permet de faire le point sur l'année écoulée et de les sensibiliser aux évolutions réglementaires importantes. Au cours de l'année 2005, les échanges ont mis l'accent sur la nouvelle définition de l'appel public épargne, l'encadrement de l'activité des CIF et les conditions de distribution des produits financiers.

Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers pour 2005

- 322 **1** Compte de résultat
- 325 **2** Bilan et chiffres-clés
- 326 **3** Notes et annexes
aux comptes

A Cadre juridique relatif à la production du compte financier de l'AMF

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'AMF est précisé par les articles R. 621-10 et suivants du code monétaire et financier :

- les comptes de l'AMF sont établis selon les règles du plan comptable général ;
- le compte financier est établi par l'agent comptable et soumis par le Secrétaire général au Collège qui entend l'agent comptable. Il est arrêté par le Collège et communiqué à la Cour des Comptes par le Secrétaire général.

La tenue des comptes respecte les principes généraux de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle de la situation financière de l'Autorité.

B Présentation des comptes

L'article R. 621-15 du code monétaire et financier indique les modalités de présentation des comptes.

C Faits saillants du deuxième exercice comptable de l'Autorité des marchés financiers

Avec l'année 2005, l'AMF clôture son deuxième exercice. Cet exercice est très différent du précédent pour les motifs suivants :

- tout d'abord, parce qu'il retrouve un calendrier normal de 12 mois. L'exercice 2004 avait couvert une durée de 404 jours, rendant impossible la comparaison directe des chiffres et des résultats des deux exercices. Ensuite, parce que l'exercice précédent qui était celui de la mise en place de l'AMF était marqué par la reconduction des financements ouverts par le CMF et la COB et ne traduisait que partiellement la nouvelle politique arrêtée par le Collège de l'Autorité de marchés financiers ;
- tel n'est pas le cas des comptes 2005, qui enregistrent les effets :
 - d'une modernisation de la gestion des ressources humaines, des moyens de l'Autorité et une progression des effectifs,
 - de l'adoption, à la suite d'une étude approfondie, d'un schéma directeur informatique concernant la période 2005 – 2007,
 - de la réorganisation du parc immobilier décidée en cours d'année.

1 Compte de résultat

1 Les produits d'exploitation

Les produits de l'exercice 2005 s'élèvent **51,3 millions d'euros**.

a – Les produits spécifiques (droits et contributions)

Ces produits, d'un montant de 50,37 millions d'euros, proviennent :

- pour 21,24 millions d'euros, soit 42,1 %, des droits et contributions dus à l'occasion de l'émission d'instruments financiers, de l'examen des offres publiques d'acquisition et des déclarations de franchissement de seuil ;
- pour 27,45 millions d'euros, soit 54,5 %, des contributions assises sur les prestataires et produits d'épargne ; pour 1,68 million d'euros, soit 3,4 %, de la contribution due par les infrastructures de marché assise sur le produit d'exploitation réalisé par elles au cours de l'exercice précédent.

Sous les réserves liées à l'impossibilité de comparer précisément les données des deux exercices, les recettes ne paraissent pas connaître d'évolution sensible par rapport aux comptes précédents.

Cependant deux faits importants doivent être soulignés :

- la part des produits assis sur les prestataires et produits d'épargne augmente sensiblement passant de 49,9 % à 54,5 % ;
- les recettes enregistrées en 2005 sont, tout particulièrement pour celles provenant des émetteurs, afférentes pour partie à des opérations intervenues au cours d'exercices antérieurs à 2005.

b – Les autres produits d'exploitation

Provenant notamment des ventes de publications et de l'organisation de journées d'étude et de formation, ces produits ont représenté 0,74 million d'euros.

c – Les reprises sur provisions

Elles s'élèvent à 0,20 million d'euros, et représentent des reprises de provisions des charges d'exploitation à payer des exercices antérieurs.

2 Les charges d'exploitation

Ces charges ont atteint un montant de **54,15 millions d'euros**.

Elles appellent les commentaires suivants :

a – Les achats de marchandises, d'approvisionnements et les variations de stocks

Les achats de marchandises sont restés limités à 0,97 million d'euros.

b – Les autres achats et charges externes

Ils ont représenté un montant de 16,29 millions d'euros et enregistrent une forte augmentation qui affecte principalement deux postes :

- *Les travaux d'entretien et de réparation, la maintenance des logiciels.*

Ces dépenses s'élèvent à 2,48 millions d'euros et se répartissent pour moitié entre une charge croissante de maintenance informatique et le coût de l'entretien et de la sécurité des locaux.

- *Les rémunérations d'intermédiaires, honoraires et personnel mis à disposition.*

Ces dépenses atteignent un niveau particulièrement élevé en 2005, soit 3,85 millions d'euros, qui tient :

- aux frais de traduction, rendus nécessaires par l'internationalisation croissante des procédures de sanction ;
- aux honoraires versés pour permettre à l'AMF de restructurer son parc immobilier ;
- aux honoraires versés à la Commission bancaire et à des cabinets ayant effectué des missions de contrôle déléguées.

La réorganisation du parc immobilier appelle les observations suivantes :

Au cours de l'année 2005, l'AMF a exploité quatre immeubles¹ dont trois en location qui représentaient une superficie de 9 885 m². En avril 2005, la décision fut prise de réorganiser le parc immobilier en prenant à bail un nouvel immeuble, situé 4/6 place de la Bourse. Cet immeuble a été remis aux normes au cours du deuxième semestre, permettant ainsi à l'AMF de regrouper ses services sur deux sites offrant une superficie totale de 11 684 m². Les deux autres sites ont été quittés par l'AMF au début de 2006. L'un d'eux, qui faisait partie de son patrimoine, devrait être prochainement cédé.

c – Les charges de personnel

Les charges de personnel s'élèvent à 27,55 millions d'euros. À durée d'exercice identique, la hausse constatée par rapport à 2004 serait de l'ordre de 8,8 % et résulte principalement de :

- *la mise en œuvre des mesures sociales suivantes* : financement du comité d'entreprise et des œuvres sociales (+ 0,130 million d'euros) et souscription d'un contrat de mutuelle et de prévoyance (+ 0,380 million d'euros) ;
- *une progression de 6 % des effectifs moyens* qui atteignent 339 salariés, contre 320 en 2004.

¹ Immeubles situés :

- 17, place de la Bourse Paris 75002.
- 9, rue des filles Saint Thomas Paris 75002
- 29/31 rue Saint Augustin Paris 75002.
- 22, rue Saint Augustin Paris 75002.

d – L'intéressement des salariés

Il s'établit à 1,76 million d'euros. Les critères d'attribution n'ayant pas changé, cette augmentation est directement liée à l'accroissement du nombre des salariés qui remplissaient les conditions légales pour en bénéficier.

e – Impôts, taxes et versements assimilés

Ces impôts, qui atteignent un montant de 4,2 millions d'euros, correspondent essentiellement aux taxes sur les rémunérations (90 %).

Ce poste augmente en raison du provisionnement de deux nouvelles taxes : la participation à l'effort de construction et la participation à la formation continue.

f – Les dotations aux amortissements

Elles s'élèvent à 3,38 millions d'euros.

3 Les produits financiers

Ils se sont élevés à 1,3 million d'euros et se ventilent comme suit :

- 0,29 million d'euros de revenus de valeurs mobilières de placement ;
- 0,98 million d'euros de produits nets sur cession de valeurs mobilières de placement.

Le recul constaté de ces recettes par rapport à l'exercice précédent est lié à l'évolution des taux, à celui des volumes placés et à la durée du placement (12 mois au lieu de 13 mois et une semaine).

4 Le résultat, la capacité d'autofinancement (CAF)

L'exercice 2005 se traduit par une perte de **1,58 million d'euros** alors que l'année 2004 avait enregistré un excédent de 2,05 millions d'euros. Cette perte résulte essentiellement de la combinaison de deux éléments : d'une part, des produits en baisse (2,9 % sur les produits d'exploitation et 8,1 % sur les produits financiers) et d'autre part d'une augmentation de 4,2 % des charges.

La CAF est calculée à partir du résultat net de l'exercice auquel est ajoutée la dotation aux amortissements et le montant de la valeur nette des éléments d'actif cédés. Elle s'élève à 1,81 million d'euros (5,59 millions d'euros en 2004).

Le montant du **fonds de roulement**, qui correspond à la différence entre les capitaux propres (réserves et résultat comptable) et l'actif immobilisé net, est de 57,96 millions d'euros (60,33 millions d'euros en 2004).

Le **besoin en fonds de roulement** (calculé par différence des postes « stock et créances d'exploitation » et « dettes d'exploitation ») se chiffre à – 2,7 millions d'euros. (– 4,5 millions d'euros en 2004).

2 Bilan et chiffres-clés

ACTIF

• Immobilisations corporelles

Le poste « avances et acomptes versés », d'un montant de 2,6 millions d'euros, est en très forte augmentation. Deux opérations d'investissement sont à l'origine de cette hausse :

- le renforcement de la sécurité physique du siège de l'AMF (17, place de la Bourse) pour un montant de 0,6 million d'euros ;
- les travaux de remise aux normes du nouvel immeuble pris à bail en septembre 2005, pour un montant de 2 millions d'euros.

• Clients et comptes rattachés (débiteurs de contributions) : **7,62 millions d'euros** (3,29 millions en 2004).

Le solde du compte « Clients et comptes rattachés » traduit un effort particulier de **prise en compte de créances sur la fin de l'exercice 2005** (prise en charge dans les écritures de l'agent comptable), correspond à un ensemble de dossiers qui ont été liquidés par les services ordonnateurs dans les toutes dernières semaines de l'année, et n'ont donc pu être encaissées avant la clôture de l'exercice.

• Disponibilités et valeurs mobilières de placement

L'ensemble des comptes financiers enregistre un montant total de **60,69 millions d'euros**, en diminution de 6,3 % (64,83 millions d'euros en 2004).

Les valeurs mobilières de placement comprennent des SICAV monétaires de première catégorie à hauteur de 52,12 millions d'euros (57,26 millions d'euros en 2004).

Le portefeuille comprend également des bons du Trésor pour **6,67 millions d'euros** dont les intérêts courus non échus en 2005 représentent **0,14 million d'euros**.

• Charges constatées d'avance : **0,87 million d'euros** (0,75 million d'euros en 2004).

Le montant des charges constatées d'avance correspond à la partie des baux immobiliers payés à terme à échoir.

PASSIF

Après affectation du résultat, les réserves s'établissent à **78,32 millions d'euros** enregistrant une baisse de 2 % par rapport à l'exercice 2004.

- **Dettes d'exploitation** (sur achats ou prestations de service) :

Ce poste correspond aux factures des fournisseurs (dépenses informatiques, assurances, autres, etc.) non parvenues à l'AMF en date de clôture de l'exercice pour un montant total de 2,67 millions d'euros (2,45 millions d'euros en 2004).

- **Dettes d'exploitation** (dettes fiscales et sociales et assimilées) :

Le solde de **6,93 millions d'euros** (4,82 millions d'euros en 2004) comprend notamment l'**intéressement** à hauteur de **1,76 million d'euros** les provisions pour **congés payés** (y compris les charges afférentes) d'un montant de **2,42 millions d'euros** et **les droits fiscaux de l'État à hauteur de 1,19 million d'euros**.

B Notes et annexes aux comptes

Note n° 1

Les comptes de l'AMF sont établis pour l'exercice 2005 sur une base de 12 mois.

Pour mémoire, l'exercice 2004 couvrait une période de 13 mois et une semaine, soit 404 jours.

Note n° 2

Les durées d'amortissement pratiquées selon le mode linéaire sont les suivantes :

– matériel informatique :

- 3 ans pour le petit matériel ;
- 3 ans pour le matériel micro informatique de réseau et les mini-serveurs ;
- 5 ans pour les gros systèmes ;

– brevets, licences et logiciels : 5 ans,

– installation technique : 8 ans,

– matériel de bureau et de transport : 5 ans,

– agencements, aménagements et mobilier de bureau : 8 ans,

– immeubles à usage de bureau : 50 ans.

Le montant total de la dotation aux amortissements a représenté 3,38 millions d'euros qui se décomposent en immobilisations incorporelles pour 1,54 million d'euros et en immobilisations corporelles pour 1,84 million d'euros.

Note n° 3

Les valeurs mobilières de placement sont valorisées au prix du marché à la clôture de l'exercice 2005.

Note n° 4

En application de l'article 55 du décret 2003-1109 du 21 novembre 2003, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure de l'activité de ses trois principaux domaines d'intervention (information et opérations financières, contrôles et enquêtes, prestataires de service d'investissement et produits d'épargne). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs dans la limite de 10 % de la masse salariale.

Note n° 5

Le principe comptable d'indépendance des exercices conduit à rattacher à un exercice déterminé tous les produits et charges le concernant directement.

Au sein du bilan, le poste « Produits constatés d'avance » retrace le montant des produits comptabilisés au titre de l'exercice courant concernant toutefois l'exercice ultérieur.

Ainsi, pour l'exercice 2005, le poste « Produits constatés d'avance » (190 euros) concerne une inscription à la 6^{ème} journée RCSI 2006.

Note n° 6

Afin de faciliter le rapprochement et la lecture des comptes 2004 et 2005, il est signalé l'imputation sur la ligne « Rémunération d'intermédiaires, honoraires et personnel mis à disposition » de l'enveloppe versée à la Banque de France pour mise à disposition de 8 collaborateurs auprès de l'AMF.

Cette enveloppe était imputée en ligne « Divers » sur les comptes 2004.

Note n° 7

Les engagements de paiements futurs concernent :

– les baux immobiliers pour : 16,97 millions d'euros qui se décomposent comme suit :

- 4,67 millions d'euros pour l'immeuble situé 17 place de la Bourse : échéance du bail 30 juin 2007 ;
- 12,2 millions d'euros pour l'immeuble situé 4/6 place de la bourse : échéance du bail 31 août 2011 ;
- 0,1 million d'euros pour l'immeuble situé 29/31 rue Saint Augustin : échéance du bail 28 février 2006 ;

– l'assurance chômage : l'AMF, en qualité d'autorité publique indépendante, ne cotise pas aux Assedic et indemnise directement les salariés privés d'emploi. Le montant de ces indemnisations pour l'année 2005 s'est élevé à 0,14 million d'euros.

Compte de résultats de l'Autorité des marchés financiers (Note n° 1)

COMPTE DE RÉSULTAT	EXERCICE 2005	EXERCICE 2004
PRODUITS D'EXPLOITATION		
Ventes de marchandises (publications)	189 525,00	187 262,00
Produits spécifiques (contributions) :	50 370 156,47	52 043 854,00
Contributions sur opérations et informations financières	21 241 244,00	24 378 580,02
Contributions des prestataires sur produits d'épargne	27 451 186,47	25 992 566,30
Contributions sur entreprises de marché	1 677 726,00	1 672 707,68
Produits des activités annexes (bases de données, colloques, etc.)	552 017,32	444 434,27
Reprise sur charges d'exploitation (annulation de mandats sur exercices antérieurs)	205 632,76	194 581,06
TOTAL I	51 317 331,55	52 870 131,33
CHARGES D'EXPLOITATION		
Achats de marchandises (publications)	209 032,57	235 189,34
Variation de stocks (marchandises)	- 5 329,38	- 20 634,57
Achats non stockés de matières et fournitures	762 922,43	781 796,12
Autres charges externes, dont :	16 287 854,67	14 170 902,44
Locations (immobilières et mobilières), charges locatives	4 327 059,28	4 386 986,71
Travaux d'entretien et de réparation, maintenance des logiciels	2 485 761,30	1 941 012,34
Documentation, flux financiers, colloques et séminaires	1 515 479,18	1 490 693,57
Rémunération d'intermédiaires, honoraires et personnel mis à disposition (Note n° 6)	3 856 415,20	1 664 653,50
Divers (assurances, frais de missions, réceptions, subventions, frais postaux, formation, etc.)	4 103 139,71	4 687 556,32
Impôts, taxes et versements assimilés	4 204 818,61	3 406 110,40
Rémunérations du personnel	20 167 924,45	21 144 444,93
Charges sociales, de prévoyance, abondement et divers	7 381 627,30	7 006 834,67
Intéressement des salariés (Note n° 4)	1 756 379,96	1 683 432,47
Dotation aux amortissements (Note n° 2)	3 384 488,32	3 537 212,20
TOTAL II	54 149 718,93	51 945 288,00
1 - RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I-II)	- 2 832 387,38	924 843,33
PRODUITS FINANCIERS (III)	1 287 253,62	1 400 535,15
Revenus des valeurs mobilières de placement (intérêts)	299 790,00	330 601,75
Produit net sur cessions de valeurs mobilières de placement, différences de change	987 463,62	1 069 933,40
CHARGES FINANCIÈRES (IV)	695,24	231,73
2 - RÉSULTAT FINANCIER (III-IV)	1 286 558,38	1 400 303,42
3 - RÉSULTAT COURANT (I-II+III-IV)	- 1 545 829,00	2 325 146,75
PRODUITS EXCEPTIONNELS (V)	163 955,90	22 589,79
CHARGES EXCEPTIONNELLES (VI) :	201 519,18	294 822,20
Sur opérations de gestion de l'exercice	186 872,01	285 429,72
Valeur comptable des éléments d'actif cédés	14 647,17	9 392,48
4 - RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (V-VI)	- 37 563,28	- 272 232,41
TOTAL DES PRODUITS (I+III+V)	52 768 541,07	54 293 256,27
TOTAL DES CHARGES (II+IV+VI)	54 351 933,35	52 240 341,93
DÉFICIT (-) OU EXCEDENT	- 1 583 392,28	2 052 914,34

Bilan de l'Autorité des marchés financiers au 31 décembre 2005 (Note n° 1)

ACTIF		EXERCICE 2005			EXERCICE 2004
		BRUT	AMORTISSEMENTS PROVISIONS	NET	NET
ACTIF IMMOBILISÉ	IMMOBILISATIONS INCORPORELLES	14 034 341,80	9 690 024,16	4 344 317,64	4 995 543,20
	Brevets, licences, logiciels	14 010 408,64	9 690 024,16	4 320 384,48	4 971 610,04
	Avances et acomptes versés	23 933,16		23 933,16	23 933,16
	IMMOBILISATIONS CORPORELLES	26 094 949,42	10 169 846,13	15 925 103,29	14 490 423,35
	Constructions	11 989 448,68	1 895 988,15	10 093 460,53	10 617 910,94
	Installations techniques, matériels et outillages	620 268,73	459 216,70	161 052,03	196 368,11
	Autres immobilisations corporelles	10 876 566,92	7 814 641,28	3 061 925,64	3 646 165,10
	Avances et acomptes versés	2 608 665,09		2 608 665,09	29 979,20
	IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES	86 726,85		86 726,85	83 488,82
	Prêts (au personnel)	49 029,00		49 029,00	38 875,00
Dépôts et cautionnement versés	37 697,85		37 697,85	44 613,82	
TOTAL (I)	40 216 018,07	19 859 870,29	20 356 147,78	19 569 455,37	
ACTIF CIRCULANT	STOCK DE MARCHANDISES (PUBLICATIONS)	97 134,08		97 134,08	91 804,70
	CRÉANCES D'EXPLOITATION				
	Créances clients et comptes rattachés	7 645 039,81	23 538,03	7 621 501,78	3 286 723,82
	CRÉANCES DIVERSES	9 707,38		9 707,38	68 784,23
	VALEURS MOBILIÈRES DE PLACEMENT (Note n° 3)				
	SICAV	52 127 478,67		52 127 478,67	57 258 196,00
	Bons du trésor	6 662 000,00		6 662 000,00	6 662 000,00
	Intérêts courus non échus	140 734,75		140 734,75	140 734,75
	DISPONIBILITÉS	1 758 649,45		1 758 649,45	772 571,87
	TOTAL (II)	68 440 744,14	23 538,03	68 417 206,11	68 280 815,37
Charges constatées d'avance Total (III)	869 135,68		869 135,68	751 887,38	
TOTAL GÉNÉRAL (I+II+III)	109 525 897,89	19 883 408,32	89 642 489,57	88 602 158,12	

PASSIF		EXERCICE 2005	EXERCICE 2004
		AVANT AFFECTATION	AVANT AFFECTATION
CAPITAUX PROPRES	RÉSERVES	79 903 100,85	77 850 186,51
	RÉSULTAT DE L'EXERCICE	- 1 583 392,28	2 052 914,34
	TOTAL (I)	78 319 708,57	79 903 100,85
DETTES	DETTES D'EXPLOITATION		
	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	2 674 781,13	2 457 124,40
	Dettes fiscales et sociales	6 931 919,43	4 825 192,52
	DETTES SUR IMMOBILISATIONS	1 268 749,10	906 270,76
	AUTRES DETTES	447 141,34	386 940,59
	PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE (Note n° 5)	190,00	123 529,00
TOTAL (II)	11 322 781,00	8 699 057,27	
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	89 642 489,57	88 602 158,12	

INDEX

Index des mots cités dans le rapport

Cet index regroupe les principaux noms communs et noms propres cités dans le rapport, à l'exclusion des annexes.

Les numéros renvoient aux pages du rapport.

A

Abus de marché :	
– évolution réglementaire relative aux - :	p. 216-218
ACAM (Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles)	p. 160
ACCOR (société) :	p. 115,117
Action :	
– marché d'-' :	p. 24-33
Actions pédagogiques du régulateur :	p. 310
ADECCO SA (société) :	p. 107
ADECIA (société) :	p. 107-108
Adhémar (Philippe) :	p. 152
Agences de notation :	p. 50
Rapport de l'AMF sur les - :	p. 141-142
AIR LIQUIDE (société) :	p. 106
AKZENTA AG (société) :	p. 259
Albert-Petit (Pascal) :	p. 263-264
Alertes de l'AMF et des régulateurs européens :	p. 312
ALLIANZ AG (société) :	p. 261-262
ALTEDIA (société) :	p. 107-108
Alternext :	p. 27
– création d'-' :	p. 210-211
– Obligations des émetteurs cotés sur :	p. 95
Analyse financière	
– dispositions relatives à l'-' :	p. 155-156
– indépendante :	p. 300-302
Appel public à l'épargne :	p. 95, 98, 99, 121-122, 127-128
Andrieux (Marc) :	p. 273
Arlaud (Jean-Michel) :	p. 119-121
Aspects comptables (information et opérations financières) :	p. 131-140
AS WATSON (société) :	p. 111

ATF (<i>Auditing Task Force</i>) :	p. 59
ATLAND (société) :	p. 109
Audit :	p. 45, 48, 53, 58-65

B

BANQUE DE FRANCE :	p. 317-318
BANQUE FEDERATIVE DU CRÉDIT MUTUEL (société) :	p. 240-241
BANQUE PALATINE (société) :	p. 114, p. 257-259
BANQUE PRIVÉE FIDEURAM-WARGNY (société) :	p. 254-255, 273
BANQUE SANPAOLO (société) :	p. 257-259
Barre (Olivier) :	p. 269
Bécquart (Bernard) :	p. 237-238
Beffa (Jean-Louis)	p. 298
Benefic	p. 286
BILLON (société) :	p. 118-119
Bonzy (Denis) :	p. 249-250
Boyer (Gilles) :	p. 239-240
BRUNO BEURIOT GESTION (société) :	p. 284
BURELLE (société) :	p. 117

C

CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'ÉPARGNE et de PRÉVOYANCE (société) :	p. 265-266
CALPINE (société) :	p. 36
CARREFOUR (société) :	p. 119-121, 128-129
Castel (Christian) :	p. 242-244
Cédelle (Jean) :	p. 307
Centre <i>off shore</i> :	p. 44
CESR (<i>Committee of European Securities Regulators</i>) :	p. 48
CESR-FIN :	p. 59
CESR-Investment Management :	p. 76
CESR-POL :	p. 81
Choquenot (Alain-Pierre) :	p. 256
CIMEX (société) :	p. 112-113
Chamla (Roger) :	p. 118-119
Chapellier (Séverine) :	p. 269-270

Charoy (Stéphane) :	p. 244
Chavanac (Gilles) :	p. 253-254
CLUB MÉDITERRANÉE (société) :	p. 117
Commercialisation des produits financiers :	p. 308
Commission :	
– consultatives :	p. 289-296
• activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison	
• activités de gestion financière	p. 294-295
• épargnants et actionnaires minoritaires	p. 291-292
• opérations et information financière	p. 289-291
• organisation et fonctionnement du marché	p. 292-294
– des sanctions :	p. 234-274
Compensation (activités) :	p. 71
Conformité et contrôle interne	p. 163-164
Conseil scientifique :	p. 309-310
Conseillers en investissements financiers (CIF) :	p. 159
– agrément des associations professionnelles de - :	p. 202-203
Contentieux et jurisprudence en matière d'opérations financières :	p. 128-131
Contrôle :	
– interne et gouvernement d'entreprise (rapport) :	p. 126-128
– des PSI :	p. 220-228
Convention de La Haye – Unidroit :	p. 71
Coopération internationale :	
– en matière de surveillance et d'enquête :	p. 79-82, 229-231
– technique :	p. 82-83
CPSS (<i>Committee on Payment and Settlement Systems</i>) :	p. 71
Curt (Sandrine) :	p. 245-246
CYRIL FINANCE (société) :	p. 247-249

D

Déclaration des transactions suspectes à l'AMF :	p. 216-217
Déclaration par les dirigeants de leurs opérations sur les titres de la société :	p. 91-92
DELPHI (société) :	p. 36
DELTA AIRLINES (société) :	p. 36

Demandolx Dedons (Jean de) :	p. 296, 300-302
Delmas-Marsalet (Jacques) :	p. 96, 308-309
Démarcheurs bancaires ou financiers :	
le fichier des - :	p. 204
Déontologie :	
– des prestataires de services d’investissement :	voir PSI
Dépositaires :	
– d’OPCVM :	p. 171-172
Dérogations au dépôt obligatoire d’un projet d’offre publique :	p. 114-121
Deutsche Börse :	p. 206-208
Deveaux (Lucien) :	p. 254-255
Directive :	
– abus de marché :	p. 91-93, 290
– conglomérats financiers	p. 160
– marchés d’instruments financiers :	p. 67-70
– offres publiques :	p. 94, 290, 299
– prospectus :	p. 51-52, 89-91, 289
– OPCVM	p. 149
– transparence :	p. 52-55, 290
Document de référence :	p. 99, 122-126
Donval (Dominique) :	p. 270
Dubus (Claude) :	p. 246-247
DUBUS SA :	p. 246-247
Duprez (Alex) :	p. 239-240

E

ECOFIN LIMITED (société) :	p. 106
EDF (société) :	p. 27
Éducation des épargnants :	p. 302
El Hage (Nisrine) :	p. 268
Emonard (Denis) :	p. 270
EMPAIN GRAHAM DEVELOPPEMENT (société) :	p. 109
ENDESA (société) :	p. 33
Enquêtes :	p. 228-231
EQUANT (société) :	p. 282
Esambert (Bernard) :	p. 291

Espirac (Jean-Louis) :	p. 247
Espouy (d'-, Bertrand) :	p. 251-253
ETF (<i>Exchange Traded Funds</i>) :	voir OPCVM indiciels cotés
EURAZEO (société) :	p. 251-253
Eurex :	p. 37
Euroclear France :	p. 211-212, 261-262
Eurolist :	p. 209
EUROSIC (société) :	p. 114
EURONEXT (société) :	
introduction sur :	p. 28
Liffe :	p. 38
régulation d'-' :	p. 205-211
EUROPE FINANCE & INDUSTRIE (société) :	p. 249-250
Évaluation financière (groupe sur)	p. 296
EXANE (société) :	p. 251-253

F

Favre (Claire)	p. 94, 292, 299, 302
Field (Bernard)	p. 292
FINANCIÈRE HELIOS (société) :	p. 106-107
FINANCIÈRE HOTTINGUER (société) :	p. 267
FINANCIÈRE REMBRANDT (société) :	p. 274
FININFO (société) :	p. 117
Floch (Alain) :	p. 253-254
FONCIÈRE DÉVELOPPEMENT LOGEMENTS (société) :	p. 109
FONCIÈRE DES MURS (société) :	p. 115
Fonds :	
– à formule :	p. 177-178, p. 286
– communs de créances (FCC) :	p. 153-155, 200-201
– communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) :	p. 189
– communs de placement d'entreprise (FCPE) :	p. 190-194
– communs de placement dans l'innovation (FCPI) :	p. 194-195
– communs de placement à risques (FCPR) :	p. 194-195
– de fonds :	p. 152, 22
– fonds d'investissement de proximité (FIP)	p. 194-195
Forum de la stabilité financière (FSF) :	p. 44
Fournier (Jean) :	p. 274

Frais :

– de gestion : p. 152,167

Franchissement de seuils : p. 88

FRANCE TÉLÉCOM (société) : p. 129-130, 282

FROMAGERIES BEL (société) : p. 104

Fusions et acquisitions : p. 23

G

GAFI (Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux) : p. 73, 81

GAS NATURAL (société) : p. 33

Gasztwott (Guillaume) : p. 307

Gautier (Jacques) : p. 267

GAZ de France (société) : p. 27

GENERIX SA (société) : p. 237-238

GEMPLUS SA (société) : p. 260-261

Genet (Didier) : p. 247-249

Gestion :

– actifs (d') : p. 72-79

– sous mandat : p. 287

GILETTE (société) : p. 33

GLOBAL EQUITIES (société) : p. 239-240

Gouvernement d'entreprise :

– travaux au niveau international p. 56

– rapport de l'AMF sur le - : p. 126-128

GRAVIER GESTION (société) : p. 251

Groupe de travail :

– pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote
des actionnaires en France p. 303

– sur directive OPA : p. 297-300

– sur l'analyse financière indépendante : p. 300

– sur l'éducation des épargnants : p. 302

– sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante : p. 296

– sur les dépositaires : p. 306

– sur les prévisions : p. 307

– sur le référentiel de contrôle interne : p. 307

GSD GESTION (société) : p. 267

Guillot (Philippe) : p. 251-253

H

Hedge Funds :	p. 72-74
Hoenn (Dominique) :	p. 94, 299
Holland (Mark) :	p. 251-253
Husson (Didier) :	p. 253-254
HUTCHISON WHAMPOA LIMITED (société) :	p. 111
HYPARLO (société) :	p. 119-121, 128-129

I

IASB (<i>International Accounting Standard Board</i>) :	p. 58 et suivantes, p. 138-140
IAS (<i>International Accounting Standards</i>) :	p. 61-62, 132-135
IFAC (<i>International Federation of Accountants</i>) :	p. 64
IFREFI (Institut francophone de la régulation financière)	p. 83
IFRIC (<i>International Financial Reporting interpretation Committee</i>) :	p. 58, 135-140
IFRS (<i>International Financial Reporting Standards</i>) :	p. 58-63, 131-140
IMMOBILIÈRE BETELGEUSE (société) :	p. 109
IMMOBILIÈRE GROUPE CASINO (société) :	p. 115
Indices boursiers :	
évolution des - :	p. 24-27
Information :	
– comptable :	p. 122-126, 131-140
– permanente :	p. 121-128
Infrastructures de marché :	p. 204-212
– surveillance des - :	p. 224
Intermédiaires financiers :	voir PSI
Introductions en bourse (nombre de -) :	p. 28, 99

J

<i>Joint Forum</i> :	p. 48
----------------------	-------

K

Keller (Bruno) :	p. 251-253
------------------	------------

L

LA SOIE (société) :	p. 109
Lassus (Marc) :	p. 260-261
LA POSTE (société) :	p. 266-267, 286
Late trading :	p. 72-73
LCH.Clearnet SA (société) :	p. 211, 224
Lepetit (Jean-François) :	
Mission présidée par - :	p. 94, 298-299
Lesaffre (Jérôme) :	p. 253-254
LIFFE :	p. 38
Liste d'initiés :	p. 92-93, 217
Livre vert sur la gestion :	p. 74-76
Loi :	
– portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire (DDAC) :	p. 91-92
– pour la confiance et la modernisation de l'économie :	p. 87-89
– sur la sécurité financière	p. 145, 153
London Stock Exchange (LSE) :	p. 205-206
Lopez (Vincent) :	p. 245-246
LUXYACHTING (société) :	p. 249-250

M

Mace (Dominique) :	p. 271-272
Macia (José Maria) :	p. 272-273
Mackintosh (Ron) :	p. 260-261
Maina (Eric) :	p. 272
Mansion (Jean-Yves) :	p. 304
Marché (s) :	
– dérivés :	p. 38
– d'actions :	p. 24-33
– de produits dérivés :	p. 38-40
– libre	p. 97
– obligataires :	p. 34-37
surveillance du - :	p. 218-220
Market timing :	p. 72
MARIONNAUD PARFUMERIES (société) :	p. 111-112
Martinière (de la-, Gérard)	p. 298

Médiation :	p. 277-288
Messier (Jean-Marie) :	p. 271
METALEUROP SA (société) :	p. 242-244, 284-285
Michelot (Stéphane) :	p. 249-250
MINES DE LA LUCETTE (société) :	p. 115, 253-254
Monitoring Group :	p. 64
MMOU (<i>Multilateral memorandum of understanding</i>) :	p. 47
Mothié (Jean-Claude) :	p. 292, 302
MSREF GRILLET B.V. (société) :	p. 115
MTS Spa :	p. 208-209

N

NAF NAF (société) :	p. 241-242
Naulot (Jean-Michel) :	p. 289-291, 296-297
Natexis Banques Populaires (société) :	p. 245
NET2S (société) :	p. 238
Nuyen (Linh) :	p. 247-249

O

Obligations :	
– marchés obligataires :	p. 34-37
ODDO & COMPAGNIE ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT :	p. 245-246
Offres publiques :	p. 101-114
Le contentieux et jurisprudence des - :	p. 128-130
directive sur les - :	p. 94, 290, 299
Offshore :	
centres - :	p. 44-45
OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) :	p. 45 et suivantes
– travaux des comités techniques :	p. 45, 50
OPC (Organisme de placement collectif) :	p. 164-165
OPCI (Organisme de placement collectif en immobilier) :	p. 161-162
OPCVM (organisme de placement collectif en valeurs mobilières) :	p. 175-197
agrément des - :	p. 197
– ARIA :	p. 175-176

– contractuels :	p. 176-177
– cotés :	p. 152-153
– évolution du cadre juridique des - :	p. 148-153
– à compartiments :	p. 179-180
– à formule :	p. 177-178
– à vocation générale :	p. 149-150, 180-189
– d’OPCVM :	p. 178
– d’épargne salariale :	p. 190-194
– de capital investissement :	p. 194-195
– de droit étranger :	p. 196
– indiciels :	p. 179
– maîtres et nourriciers :	p. 178-179
– prospectus des - :	p. 149-150
– rétrocessions des frais de gestion des - :	p. 151-152
Opérations et information financières :	p. 50, 97-101
ORANGE (société) :	p. 129-130
ORAPI (société) :	p. 249-250
ORCO PROPERTY GROUP (société) :	p. 109
ORION TWELFTH IMMOBILIEN (société) :	p. 109

P

Pardi (Gilles) :	p. 119
Pariente (Gérard) :	p. 241-242
Passeport européen :	p. 91
PERFECT TECHNOLOGIES (société) :	p. 244-245
PINAULT PRINTEMPS REDOUTE (PPR) :	p. 110
Plan d’action sur les services financiers (PASF) :	p. 48
Porquier (Fabrice) :	p. 239-240
Prada (Michel) :	
comité technique OICV présidé par :	p. 47
Prestataire de services d’investissement :	voir PSI
PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT (société) :	p. 260-261
Principe de la désignation d’un correspondant en France par les émetteurs dont le siège social n’est pas situé en France :	p. 96
Principes généraux relatifs aux bons d’option et titres de créance complexes :	p. 95-96
PRODEF (société) :	p. 117

Produits d'épargne :

- évolutions de la réglementation en 2005 des - : p. 148-155
- évolutions réglementaires engagées en 2005 des - : p. 161-163

Produits dérivés :

p. 38-40

Programmes de rachat d'actions :

p. 93

PROCTER & GAMBLE (société) :

p. 33

PSI

(prestataire de services d'investissement) : p. 155-159, 163-165, 168-174

- contrôle des - : p. 220-228
- évolution de la réglementation en 2005 des - : p. 155-161
- évolution réglementaires engagées en 2005 des - : p. 163-165
- surveillance des - : p. 227-228

Publication des comptes des sociétés au BALO :

p. 121-122

Q

Question de doctrines liées aux opérations financières :

p. 99-101

R

Rachat d'actions :

p. 93, 217

Rapport de l'AMF sur :

- le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise : p. 126-128
- les agences de notation : p. 141-142

RAY ACQUISITION SCA (société) :

p. 110

RAY INVESTMENT :

p. 110

RCSI (Responsable des contrôles des services d'investissement) :

p. 164

Real del Sarthe (Raphaël) :

p. 239-240

Règlement-livraison (activités) :

p. 71

Reicher (Cédric) :

p. 239-240

REXEL (société) :

p. 110-111

Robinson (Russ) :

p. 242-244

Rubens (Régina) :

p. 269-270

S

SAC (*Standards Advisory Council*) :

p. 58

SAFRAN (société) :

p. 103

SAGEM (société) :	p. 102
Sanction(s) :	
– Commission des - :	p. 234-274
– élargissement du pouvoir de - :	p. 218
SANPAOLO ASSET MANAGEMENT (société) :	p. 257
Sasson (Emmanuel) :	p. 251
SC1 (Sous comité OICV n° 1 sur l'information comptable et financière) :	p. 58
SC2 (Sous comité OICV n° 2 sur les marchés) :	p. 65
SC3 (Sous comité OICV n° 3 sur les intermédiaires) :	p. 66
SC4 (Sous comité OICV n° 4 sur la coopération et l'échange d'informations entre régulateurs) :	p. 79
SC5 (Sous comité OICV n° 5 sur la gestion d'actifs) :	p. 72-74
SCE (<i>Sub Committee on Enforcement</i>) :	p. 59
Schmidt (Dominique)	p. 298
SCHWEIZERHALL HOLDING AG (société) :	p. 112
SCPI (société civile de placement immobilier) :	p. 198-199
SEBC (Système européen des banques centrales) :	p. 71
SECHILIENNE-SIDEC (société) :	p. 106-107
SEF (société d'épargne forestière) :	p. 202
Sidler (Eric) :	p. 249-250
SIIC (sociétés d'investissements immobiliers cotées) :	p. 108-109
SISE (<i>Sub Committee on International Standards Endorsement</i>) :	p. 59
SNECMA (société) :	p. 102-103
SNET (société) :	p. 106-107
Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) :	p. 198-199
Sociétés de gestion :	p. 168-171
– conditions d'accès à la qualité de membre d'un marché réglementé :	p. 165
– politique de vote des - :	p. 156-157
– surveillance des :	p. 223
SOFICA (société pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle) :	p. 201
SOFIPECHE (société pour le financement de la pêche artisanale) :	p. 202
SOVAKLÉ (société) :	p. 109
SPICAV (société de placement à prépondérance immobilière à capital variable)	p. 161
STALLERGENES (société) :	p. 113-114, 117-118
Surveillance des marchés :	p. 79
	p. 218-220, 227-228

T

TANNERIES DE FRANCE (société) :	p. 109
Titres de créance :	p. 37
Thannberger (Rémy) :	p. 249-250
Tholon (Alain) :	p. 245-246
TOUAX (société) :	p. 109-110
<i>Trackers</i> :	voir OPCVM indiciels cotés
Transmissions à d'autres autorités :	p. 231-232

U

Unibel (société) :	p. 103-105
---------------------------	------------

V

Valentin (Luc) :	p. 245-246
Vernes (Cyrille) :	p. 274
Villemin (Philippe) :	p. 260-261
VIVENDI UNIVERSAL SA (société) :	p. 271

W

Wargny (Olivier) :	p. 273
WENDEL INVESTISSEMENT (société) :	p. 113, 117-118
Witvoet (Gérard) :	p. 273

Z

Zerbib (Laurent) :	p. 268
---------------------------	--------